BANCA D'ITALIA

ASSEMBLEA GENERALE ORDINARIA DEI PARTECIPANTI

TENUTA IN ROMA IL GIORNO 31 MAGGIO 2004

ANNO 2003
CENTODECIMO ESERCIZIO

BOZZE DI STAMPA

RELAZIONE DEL GOVERNATORE

SULL'ESERCIZIO 2003

RELAZIONE DEL GOVERNATORE

INDICE GENERALE

I – RELAZIONE ECONOMICA pag.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE 15

REDDITO, PREZZI E BILANCIA DEI PAGAMENTI 91

LA FINANZA PUBBLICA 204

LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI 245

II – FUNZIONI DI VIGILANZA

L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE BANCHE E SUGLI INTERMEDIARI NON BANCARI 343

PROMOZIONE E TUTELA DELLA CONCORRENZA NEL SETTORE DEL CREDITO ... 419

LA SUPERVISIONE SUI MERCATI 430

LA SORVEGLIANZA E L'OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO 457

III – CONSIDERAZIONI FINALI (*in fascicolo separato*)..... 489

IV – AMMINISTRAZIONE E BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

LE ATTIVITÀ E L'ORGANIZZAZIONE DELLA BANCA 3*

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA: NOTA INTEGRATIVA 20*

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 19
L'Asia 20
Le prospettive 21

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
La congiuntura e le politiche economiche in altri paesi emergenti 40

I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI INTERNAZIONALI 45

I mercati valutari e finanziari nei paesi industriali 46
Le condizioni finanziarie delle imprese e delle famiglie negli Stati Uniti 54
I mercati valutari e finanziari nei paesi nuovi membri della UE 59
I mercati valutari e finanziari negli altri paesi emergenti 60
L'azione per la prevenzione e la risoluzione delle crisi finanziarie internazionali 63

I FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il commercio internazionale 67
I prezzi delle materie di base 70
Le bilance dei pagamenti 74
Il finanziamento del conto corrente negli Stati Uniti 77
I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti 79
Le rimesse dei lavoratori emigrati 82
Le iniziative per ridurre la povertà e il finanziamento dello sviluppo 82
Le economie del Mediterraneo e le loro relazioni commerciali e finanziarie con l'Europa e l'Italia 86

***B* – REDDITO, PREZZI E BILANCIA DEI PAGAMENTI**

La congiuntura nell'area dell'euro 91
La debole crescita dell'area dell'euro nello scorso decennio 94
L'attività economica in Italia 96
Le tendenze più recenti 100

LA DOMANDA

L'AREA DELL'EURO. I consumi delle famiglie 103
Gli investimenti 104
Le esportazioni e le importazioni 106
L'ECONOMIA ITALIANA. I consumi delle famiglie 107
Gli investimenti 112
Le indagini della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi con almeno 20 addetti 116
Le esportazioni e le importazioni 119

L'OFFERTA INTERNA
I settori produttivi 128
L'evoluzione del sistema produttivo italiano 130
Gli assetti proprietari delle imprese italiane 135
Le privatizzazioni e le difficoltà del settore dell'elettricità 138
Livello e rendimento dell'istruzione in Italia 142
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 153
La disoccupazione e l'offerta di lavoro in Italia 157
Le retribuzioni e il costo del lavoro in Italia 158
La regolamentazione del mercato del lavoro in Italia 161
La distribuzione delle retribuzioni e dei redditi familiari in Italia 162

I PREZZI E I COSTI 166
I prezzi e i costi nell'area dell'euro 168
I prezzi e i costi in Italia 175
L'inflazione percepita dalle famiglie 180

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO
L'area dell'euro 183
L'Italia 184
GLI SCAMBI DI MERCI. L'area dell'euro 186
L'Italia 187
I SERVIZI, I REDDITI E I TRASFERIMENTI. L'area dell'euro 189
L'Italia 190
Il conto capitale dell'Italia 194
IL CONTO FINANZIARIO. L'area dell'euro 194
L'Italia 195
La posizione netta sull'estero e il debito estero dell'Italia 200

***C* – LA FINANZA PUBBLICA** 204

LA POLITICA DI BILANCIO DEL 2003
L'area dell'euro 207
L'Italia 210

L'ANDAMENTO DELLE ENTRATE E DELLE SPESE IN ITALIA
Le entrate delle Amministrazioni pubbliche 221
Le spese delle Amministrazioni pubbliche 225
Le Amministrazioni locali 230

LE PROSPETTIVE
La politica di bilancio nell'area dell'euro 235
La politica di bilancio in Italia 237

***D* – LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI** 245

LA POLITICA MONETARIA
I tassi di interesse e il cambio 249
La moneta e il credito 255
La gestione operativa della politica monetaria nell'area dell'euro 259

IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE 262
Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie 263
Le caratteristiche delle passività e delle attività delle famiglie italiane 267
Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese non finanziarie 271
Le condizioni finanziarie delle imprese italiane 276

LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI 280
I prestiti 283
Le condizioni di offerta del credito e i tassi di interesse 294
La raccolta e i titoli in deposito presso le banche 297
Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero delle banche 301
I conti economici 303

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI 306
I fondi comuni di investimento mobiliare 308
Le gestioni di patrimoni mobiliari 315
Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione 316

IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI 321
I titoli del settore pubblico 322
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche 328
Il mercato azionario 334

FUNZIONI DI VIGILANZA

***E* – L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE BANCHE E SUGLI INTERMEDIARI NON BANCARI** 343

IL QUADRO NORMATIVO
La cooperazione internazionale e le norme comunitarie 347
La riforma della regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale 351
La legislazione nazionale 352
La normativa secondaria 357

STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO 363
Le banche e i gruppi bancari 364
Le società di gestione del risparmio 369
Le società di intermediazione mobiliare 372
Le società finanziarie 373

REDDITIVITÀ, RISCHI E PATRIMONIO DEGLI INTERMEDIARI
Le banche 376
Le società di gestione del risparmio 388
Le società di intermediazione mobiliare 390
Le società finanziarie 392

I CONTROLLI
Criteri e modalità di esercizio dei controlli di vigilanza 396
I controlli sulle banche e sui gruppi bancari 399
I controlli sulle società di gestione del risparmio e sulle società di intermediazione mobiliare 402
I controlli sulle società finanziarie 404
Le ispezioni 406
Le procedure straordinarie e altre procedure speciali 409
L'attività sanzionatoria 417
I rapporti con l'Autorità giudiziaria e le Amministrazioni pubbliche. La prevenzione della criminalità economica 417

F – **PROMOZIONE E TUTELA DELLA CONCORRENZA NEL SETTORE DEL CREDITO**

Lo sviluppo della concorrenza 419
La tutela della concorrenza 422
L'evoluzione del quadro normativo e i procedimenti rilevanti per la concorrenza 428
Aiuti di Stato 429

G – **LA SUPERVISIONE SUI MERCATI** 430

LA SORVEGLIANZA SUGLI SCAMBI 432
Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato 434
Altri segmenti del mercato obbligazionario 439
Il mercato interbancario dei depositi (e-MID) 440
Il mercato degli Overnight Indexed Swap (e-MIDER) 442

I SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA 443
I servizi di gestione accentrata 444
Il regolamento delle transazioni in titoli 444
I servizi di compensazione e garanzia 447

LA NORMATIVA E LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI GESTIONE E SULLE INFRASTRUTTURE DEI MERCATI 449
Il quadro di riferimento comunitario 451
L'attività normativa in Italia 453
L'attività di vigilanza 454

H – **LA SORVEGLIANZA E L'OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO** 457

L'ATTIVITÀ DI SORVEGLIANZA
Il quadro normativo 461
Gli strumenti di pagamento tradizionali 462
Gli strumenti di pagamento innovativi 466
Le infrastrutture e i sistemi 469

L'OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO
Il regolamento del contante 472
Il progetto TARGET2 478
Il regolamento dei titoli 479
La gestione delle garanzie in titoli 480
I servizi di corrispondenza e l'emissione di vaglia cambiari 482
La Centrale di allarme interbancaria 483
I servizi di pagamento offerti alle Amministrazioni pubbliche 484

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

Dalla metà del 2003 l'attività economica mondiale ha ripreso slancio, con l'attenuarsi delle tensioni politiche internazionali e il permanere di un orientamento decisamente espansivo delle politiche monetarie e di bilancio. L'accelerazione dell'economia degli Stati Uniti e il perdurare della fase di eccezionale crescita del prodotto della Cina hanno favorito un forte recupero del commercio internazionale nella seconda metà dell'anno. La ripresa, pur estendendosi gradualmente a tutte le aree del globo, ha avuto intensità difforme fra paesi e fra aree. Si sono aggravati gli squilibri esterni mondiali; in particolare, il disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente degli Stati Uniti si è ancora ampliato. Ne sono derivate ulteriori pressioni al ribasso sul cambio del dollaro, già indebolitosi nel corso del 2002. Il deprezzamento della valuta statunitense è stato contenuto dall'attuazione da parte delle autorità di numerosi paesi di strategie volte a contrastare il rafforzamento delle proprie monete e ad accumulare riserve in dollari. L'euro, la sterlina e il franco svizzero si sono invece apprezzati in misura significativa nei confronti della valuta statunitense. Nonostante l'indirizzo espansivo delle politiche monetarie e la ripresa dell'attività produttiva, l'inflazione, già su livelli assai contenuti, ha mostrato tendenze a ridursi, generando in taluni paesi timori di deflazione.

Dalla primavera del 2003 si è avviata una ripresa dei mercati finanziari, favorita dall'abbondante liquidità e dal miglioramento delle prospettive di crescita dell'economia mondiale. Le quotazioni azionarie hanno segnato recuperi cospicui su tutti i mercati; negli Stati Uniti e in Giappone esse sono state sospinte dal significativo aumento dei profitti. I premi per il rischio sulle obbligazioni delle imprese e dei paesi emergenti sono scesi su livelli particolarmente bassi.

Nella media del 2003 il ritmo di sviluppo del prodotto mondiale è salito al 3,9 per cento, dal 3,0 nell'anno precedente, valore in linea con quello potenziale stimato dal Fondo monetario internazionale (FMI). Il commercio mondiale, aumentato del 3,1 per cento nel 2002, ha accelerato al 4,5. Come nel 2002 dall'espansione degli scambi hanno tratto benefi-

cio soprattutto i paesi dell'Asia, le cui esportazioni sono cresciute a ritmi del 12 per cento circa; quelle dei paesi dell'area dell'euro hanno invece ristagnato, risentendo dell'apprezzamento del cambio. La dinamica del commercio mondiale, debole nella prima metà dell'anno, si è rafforzata nel terzo trimestre e soprattutto nel quarto; vi sono indicazioni di un'ulteriore accelerazione degli scambi nel 2004.

Nei primi mesi del 2003 l'andamento del prezzo del petrolio ha risentito delle incertezze legate all'evolversi della crisi in Iraq; successivamente, ha riflesso soprattutto la ripresa dell'attività produttiva mondiale; l'indebolimento della valuta statunitense ha concorso a mantenere le quotazioni su livelli elevati. Nella media dell'anno il prezzo del greggio ha sfiorato i 30 dollari al barile, segnando un incremento di circa il 16 per cento rispetto al 2002. Nei mesi iniziali dell'anno in corso il rafforzamento del ciclo mondiale, la decisione dei paesi dell'OPEC di attuare tagli alla produzione e, più di recente, l'acuirsi delle tensioni in Medio Oriente hanno determinato ulteriori rialzi, fino a 39 dollari al barile alla fine della seconda decade di maggio. Anche i prezzi dei metalli, prevalentemente quotati in dollari, hanno segnato incrementi significativi; un impulso è provenuto dalla domanda della Cina. Gli aumenti finora conseguiti, rapportati a quelli dei prezzi internazionali dei manufatti, risultano simili per intensità agli incrementi registrati in precedenti fasi di ripresa.

Nel 2003 la crescita del prodotto nelle economie emergenti ha superato il 6 per cento, dal 4,6 nell'anno precedente, pur con differenze significative fra aree. È stata assai elevata in Cina, in India e nell'ex Unione Sovietica. In Africa l'attività produttiva ha accelerato al 4,1 per cento, dal 3,5 nel 2002; il prodotto pro capite è aumentato del 2 per cento circa. In America latina, dopo il ristagno nel 2002, il prodotto è tornato ad aumentare, dell'1,7 per cento, riflettendo principalmente la ripresa in Argentina, che ha peraltro soltanto parzialmente compensato il forte calo produttivo registrato nei quattro anni precedenti. In Brasile l'attività economica si è invece indebolita nella prima parte dell'anno, risentendo dell'orientamento assai restrittivo delle politiche economiche; la ripresa del commercio mondiale e il miglioramento delle condizioni finanziarie hanno favorito un rafforzamento della produzione negli ultimi mesi dell'anno. Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che sono entrati a far parte della Unione europea (UE) dal 1° maggio 2004, il prodotto è aumentato del 3,6 per cento (2,4 nell'anno precedente), sostenuto dalla domanda interna.

L'abbondanza di liquidità, la riduzione dell'incertezza, il rafforzamento dell'attività produttiva hanno favorito una ripresa dei flussi di capitale privato alle economie emergenti, in particolare a quelle asiatiche; in alcuni paesi hanno contribuito i progressi conseguiti a livello strutturale.

Si sono ridotti per il secondo anno consecutivo i flussi di investimenti diretti, mentre hanno segnato una netta ripresa i prestiti bancari. Le condizioni di accesso al credito internazionale sono migliorate in misura significativa per la generalità dei paesi stimolando un aumento dell'indebitamento; in taluni casi la riduzione dei premi per il rischio è stata assai rapida e consistente.

Gli Stati Uniti

Nel 2003 negli Stati Uniti la crescita è salita al 3,1 per cento, dal 2,2 dell'anno precedente, sopravanzando di quasi un punto percentuale le previsioni effettuate un anno fa. L'attività produttiva ha accelerato nella seconda metà dell'anno, sospinta dallo stimolo fornito dalle politiche economiche. Nel mese di giugno i timori di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, scesa su livelli molto bassi, hanno indotto la Riserva federale ad abbassare il tasso di interesse di riferimento all'1 per cento, il valore minimo dalla fine della seconda guerra mondiale. In termini reali i tassi di interesse a breve termine sono rimasti negativi nell'anno, per circa un punto percentuale.

Anche la politica di bilancio ha impresso un ulteriore, forte impulso alla domanda: nell'esercizio fiscale 2003 il disavanzo federale si è ampliato rispetto all'anno precedente di due punti percentuali di PIL, al 3,5 per cento; il peggioramento si è sommato a quello registrato fra il 2000 e il 2002, pari a quasi quattro punti. Sull'aumento del disavanzo hanno soprattutto inciso gli sgravi fiscali approvati nel 2001 e nel 2003. I loro effetti si sono aggiunti agli incrementi della spesa militare e di quella per la sicurezza interna, decisi a più riprese dal settembre 2001. Alcuni dei provvedimenti già approvati influiranno anche sui risultati del 2004; secondo le recenti valutazioni dell'Amministrazione il disavanzo federale dovrebbe ampliarsi quest'anno al 4,5 per cento del prodotto.

Sfruttando i guadagni di efficienza e l'accresciuta flessibilità dei processi produttivi consentiti dall'utilizzo delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, le imprese statunitensi hanno realizzato nell'ultimo biennio tassi di crescita della produttività particolarmente elevati. Essi hanno reso possibile far fronte a volumi crescenti di domanda riducendo nel contempo l'impiego del lavoro. Nel periodo 1996-2003 il tasso di crescita medio annuo della produttività del lavoro è raddoppiato, salendo al 3,0 per cento, dall'1,5 nel ventennio precedente. La crescita potenziale dell'economia potrebbe attestarsi nei prossimi anni su un valore anche superiore a quello correntemente stimato, pari al 3,5 per cento.

I cospicui incrementi di produttività, in presenza di una dinamica salariale moderata e di un graduale rafforzamento della domanda, hanno favorito il recupero della redditività delle imprese non finanziarie che si era deteriorata fortemente nel biennio 2000-01. L'espansione dei profitti e il prevalere di condizioni finanziarie assai favorevoli hanno consentito nel corso dell'anno una ripresa degli investimenti, in particolare nel comparto dei beni capitali a tecnologia avanzata. Il drastico processo di ristrutturazione produttiva e finanziaria delle imprese ha però avuto ripercussioni negative sul mercato del lavoro. L'occupazione, in calo dai primi mesi del 2001, ha infatti continuato a ridursi fino allo scorso agosto; dal mese successivo si sono manifestati segnali di miglioramento; solo dall'inizio del 2004 il ritmo di crescita dei posti di lavoro si è riportato in linea con quelli realizzati in precedenti fasi di ripresa. Nonostante la debolezza delle condizioni del mercato del lavoro l'espansione dei consumi si è mantenuta elevata, sospinta dagli sgravi fiscali approvati nel maggio 2003, dall'aumento della ricchezza delle famiglie e dalla maggiore capacità di spesa derivante dall'attività di rifinanziamento dei mutui ipotecari.

Il divario di crescita della domanda interna rispetto a quella prevalente nelle altre principali economie industriali e in alcune di quelle emergenti ha più che compensato l'effetto favorevole sulla bilancia dei pagamenti dell'aumento di competitività dei prodotti statunitensi. È derivato un ulteriore ampliamento del saldo passivo di parte corrente degli Stati Uniti, che ha sfiorato il 5 per cento del prodotto, un massimo dalla fine del secondo conflitto mondiale. Lo squilibrio esterno era già peggiorato, di quasi tre punti percentuali, tra il 1997 e il 2000, in seguito all'eccezionale espansione dell'accumulazione nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. In quel periodo i cospicui afflussi di capitale privato, soprattutto nel comparto azionario, avevano ampiamente superato le necessità di finanziamento del disavanzo del conto corrente. Nell'ultimo biennio tali afflussi si sono ridimensionati; nel contempo hanno acquisito crescente rilevanza gli investimenti in titoli obbligazionari statunitensi di autorità ufficiali straniere, in particolare della Cina e di altri paesi asiatici, che hanno accumulato riserve al fine di contrastare l'apprezzamento delle loro valute nei confronti del dollaro.

Anche in conseguenza dell'attuazione di tali strategie il deprezzamento della moneta statunitense, in termini effettivi, è stato contenuto nel 10 per cento rispetto al febbraio 2002. Lo scorso 7 febbraio i ministri delle finanze e i governatori dei principali paesi industriali, al termine dell'incontro tenutosi a Boca Raton, avevano auspicato una maggiore flessibilità delle valute che non si erano ancora rafforzate nei confronti del dollaro, al fine di agevolare un graduale aggiustamento degli squilibri esterni mondiali. L'annuncio, il cui contenuto è stato ribadito in occasione dei recenti incontri di Washington, ha avuto l'effetto di stabilizzare il rapporto di cambio

fra dollaro ed euro, che si è anzi leggermente mosso verso il rafforzamento della valuta statunitense nelle settimane successive.

Nonostante il forte accumulo di passività nette sull'estero degli Stati Uniti dalla metà degli anni novanta, il saldo dei redditi da capitale è stato lievemente positivo nel 2003, in quanto i rendimenti sulle attività detenute all'estero sono strutturalmente più elevati di quelli che gravano sulle passività, particolarmente bassi dato il ruolo del dollaro come valuta di riserva internazionale. Tale situazione, assieme all'andamento favorevole dell'economia e, nell'ultimo biennio, all'aumento del valore in dollari delle attività, ha contribuito a contenere l'espansione del debito netto sull'estero in rapporto al prodotto, nonostante il forte ampliamento del disavanzo commerciale. È comunque evidente che il riequilibrio del disavanzo corrente richiede di ridurre nel medio periodo l'attuale divario fra la crescita produttiva degli Stati Uniti e quella dell'Europa.

Un contributo importante al contenimento della dinamica della domanda interna degli Stati Uniti potrà provenire dalla correzione dei conti pubblici. In questa direzione si muove il programma, presentato nel febbraio 2004, con cui l'Amministrazione si impegna a ridurre lo squilibrio del saldo del bilancio federale all'1,6 per cento del prodotto nel 2009, meno della metà di quello registrato nel 2003. La correzione discenderebbe soprattutto da una severa azione di contenimento della dinamica delle spese discrezionali, incluse quelle per la difesa; queste ultime, dopo aumenti dell'ordine del 10 per cento nello scorso triennio, crescerebbero a un ritmo annuo appena superiore all'1 per cento nel periodo 2005-09.

L'area dell'euro

Nel 2003 l'andamento dell'attività economica nell'area dell'euro è stato deludente: dopo aver ristagnato nel primo semestre, l'attività produttiva è tornata a espandersi a ritmi modesti nel secondo. Nella media dell'anno il prodotto è aumentato appena dello 0,4 per cento, contro l'1,1 previsto un anno fa e lo 0,9 del 2002 (cfr. la sezione B: *Reddito, prezzi e bilancia dei pagamenti*). I consumi delle famiglie sono aumentati in misura contenuta. Gli investimenti, frenati dall'incertezza sui tempi e sull'entità della ripresa, hanno subito una flessione per il terzo anno consecutivo. Il settore estero, che nel 2002 aveva fornito un sostegno importante all'attività economica, ha sottratto oltre mezzo punto alla crescita, anche per effetto della perdita di competitività indotta dall'apprezzamento dell'euro. Nel corso del 2003 l'inflazione al consumo si è mantenuta attorno al 2 per cento; nel marzo dell'anno in corso si è ridotta all'1,7.

In seguito all'attenuarsi delle tensioni sui prezzi, al fine di contrastare la debolezza ciclica, le condizioni monetarie sono state rese più espansive. All'inizio di marzo del 2003 l'Eurosistema ha abbassato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, al 2,50 per cento; in giugno è stata attuata un'ulteriore riduzione, di 0,50 punti, al 2,00 per cento, il livello più basso dall'avvio della terza fase della Unione economica e monetaria; in termini reali i tassi di interesse a breve termine sono scesi attorno allo zero (cfr. la sezione D: *La politica monetaria unica, gli intermediari e i mercati monetari e finanziari*). Anche nel 2003, dati gli elevati livelli dei disavanzi nei principali paesi dell'area, la politica di bilancio non ha potuto contrastare la debolezza ciclica con azioni discrezionali; l'attività economica ha tratto sostegno solamente dall'operare degli stabilizzatori automatici. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è salito nell'anno al 2,7 per cento del prodotto, dal 2,3 nell'anno precedente (cfr. la sezione C: *La finanza pubblica*); secondo recenti stime della Commissione europea, depurato degli effetti del ciclo, esso sarebbe leggermente diminuito rispetto al 2002, dal 2,5 al 2,2 per cento del prodotto; la componente strutturale dell'avanzo primario si sarebbe invece mantenuta pressoché invariata, all'1,3 per cento del prodotto. Risentendo della bassa crescita dell'economia, il debito lordo delle Amministrazioni pubbliche rispetto al prodotto è ancora salito, al 70,5 per cento dal 69,3 nel 2002.

L'Asia

In Giappone la fase espansiva avviatasi nel 2002 e innescata dalla ripresa delle esportazioni verso gli altri paesi dell'area asiatica è proseguita lo scorso anno a ritmi elevati e superiori alle attese. Nel 2003 il prodotto è aumentato del 2,5 per cento, dopo la flessione dello 0,3 registrata nell'anno precedente. L'attività produttiva è stata sospinta, oltre che dalle esportazioni, il cui incremento è risultato più che doppio rispetto a quello del commercio mondiale, anche dagli investimenti privati. La ripresa dell'accumulazione, dopo la fase di ristagno protrattasi per un decennio, è stata favorita dall'aumento della domanda estera e dal recupero di redditività delle imprese, in particolare di quelle di grandi dimensioni del comparto manifatturiero. Attraverso un processo di riassetto avviato negli ultimi anni dello scorso decennio, esse hanno ridotto in misura significativa l'elevato indebitamento raggiunto nei primi anni novanta. Di recente vi è stato un miglioramento del clima di fiducia anche delle imprese operanti in settori meno esposti alla concorrenza internazionale; ciò conferma che la ripresa dell'attività produttiva si sta diffondendo a tutta l'economia. La positiva evoluzione congiunturale ha favorito il risanamento del sistema bancario; gli utili sono stati superiori alle attese e le partite in sofferenza si sono ridotte in misura significativa. Si è tuttavia

approfondito il divario tra le maggiori banche, più solide, e quelle regionali, le cui condizioni patrimoniali rimangono fragili.

Nonostante il progressivo rafforzamento della produzione, la tendenza flettente dei prezzi al consumo, pur attenuandosi, è proseguita nel 2003. In tale contesto la Banca del Giappone ha accentuato la strategia incentrata su una forte espansione della liquidità e su tassi d'interesse nominali a breve termine prossimi allo zero. L'obiettivo quantitativo, adottato nel marzo 2001 e basato sull'ammontare del saldo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, è stato innalzato più volte nel corso dell'anno. I cospicui interventi effettuati sul mercato dei cambi, volti a contrastare l'apprezzamento dello yen, hanno concorso a mantenere le condizioni monetarie espansive; esse hanno favorito il permanere dei tassi di interesse a lungo termine su livelli molto bassi. Anche la politica di bilancio ha mantenuto un orientamento espansivo: secondo recenti valutazioni dell'OCSE, nel 2003 il disavanzo pubblico, al netto degli effetti del ciclo, è aumentato di mezzo punto percentuale, al 7,5 per cento del prodotto. L'incidenza del debito lordo sul prodotto ha superato il 150 per cento, il livello più elevato fra i paesi industriali.

Nei paesi emergenti dell'Asia l'attività economica, dopo un temporaneo rallentamento in connessione con lo scoppio dell'epidemia polmonare atipica, si è riportata su ritmi di sviluppo elevati nella seconda metà dell'anno, beneficiando anche dell'andamento sostenuto della domanda interna. Il prodotto della Cina, che rappresenta oltre il 45 per cento di quello della regione e il 13 di quello mondiale, è aumentato del 9,1 per cento, riflettendo l'eccezionale espansione degli investimenti. Anche nel 2003 le importazioni cinesi hanno fornito un fondamentale sostegno allo sviluppo delle altre economie asiatiche.

La Cina ha assunto un peso assai rilevante negli scambi commerciali dell'Asia. Nel 2002 il suo mercato ha assorbito il 14 per cento delle esportazioni dei paesi emergenti della regione, da appena il 6 nel 1990; le sue esportazioni sono arrivate a costituire circa il 16 per cento delle importazioni di quegli stessi paesi. È fortemente aumentata anche la penetrazione dei prodotti cinesi nei mercati delle principali economie industriali; in particolare, la Cina è di recente divenuta il secondo esportatore, dopo il Canada, sul mercato statunitense, sorpassando il Messico.

Le prospettive

Le stime rese note dall'FMI lo scorso aprile indicano per il 2004 tassi di sviluppo del prodotto e del commercio mondiale del 4,6 e del 6,8 per

cento, rispettivamente, superiori ai valori medi degli anni novanta. Tali valutazioni sono da ritenersi complessivamente prudenti. Al termine dell'incontro tenutosi alla fine dello scorso mese di marzo il Foro per la stabilità finanziaria ha sottolineato che i progressi nel risanamento finanziario delle imprese conseguiti nella generalità dei paesi costituiscono un importante fattore di sostegno alla ripresa in atto.

La crescita, pur rafforzandosi in tutte le aree del globo, si manterrebbe difforme per intensità; gli Stati Uniti e la Cina continuerebbero a fungere da traino dell'economia mondiale. Nei principali paesi industriali l'espansione del prodotto salirebbe al 3,5 per cento, dal 2,2 nel 2003; negli Stati Uniti l'attività produttiva accelererebbe al 4,6 per cento, il tasso più elevato dal 1984, continuando a trarre impulso da politiche economiche espansive. In Giappone la crescita del prodotto si porterebbe al 3,4 per cento, grazie all'ininterrotto apporto positivo del settore estero. Nell'area dell'euro l'espansione sarebbe, invece, modesta, dell'1,7 per cento nella media dell'anno, un tasso ancora inferiore a quello potenziale. Per le economie emergenti si prevede un generalizzato aumento dei ritmi di sviluppo e un'attenuazione della divergenza fra aree. In quella asiatica, che rappresenta circa un quarto del prodotto mondiale, l'attività produttiva aumenterebbe ancora in misura assai elevata, del 7 per cento circa, traendo impulso dalla forte espansione in Cina (8,5 per cento) e in India (6,8 per cento). Nei paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che sono appena entrati a far parte della UE il ritmo di sviluppo salirebbe al 4 per cento, mentre in Russia si ridurrebbe leggermente, al 6 per cento. In America latina la crescita si rafforzerebbe notevolmente, giungendo a sfiorare il 4 per cento, riflettendo soprattutto l'accelerazione del prodotto in Brasile e in Messico. Anche nell'Africa subsahariana l'attività si espanderebbe a un ritmo sostenuto, del 4,2 per cento, implicando un aumento del prodotto pro capite dell'area del 2 per cento circa.

I risultati dei primi mesi dell'anno in corso sono sostanzialmente in linea con il quadro sopra delineato. Nel primo trimestre il prodotto degli Stati Uniti è aumentato del 4,2 per cento in ragione d'anno, valore che, seppure leggermente inferiore alle attese, conferma la robustezza della ripresa di quella economia. I consumi hanno fornito il principale impulso alla crescita, sostenuti dall'aumento dell'occupazione; la spesa in beni capitali a tecnologia avanzata, pur decelerando, ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. Le recenti tensioni al rialzo sui prezzi segnalano che i margini di capacità inutilizzata nell'economia si stanno rapidamente esaurendo e che l'attuale livello dei tassi di interesse reali potrebbe presto divenire incompatibile con il proseguimento di una crescita non inflazionistica. Ulteriori tensioni sui prezzi potrebbero derivare dal permanere del prezzo del petrolio sui livelli attuali, superiori del 30 per cento a quelli ipotizzati nello scenario di riferimento (30 dollari al barile nella media del 2004).

Nel comunicato ufficiale emesso all'inizio di maggio la Riserva federale ha lasciato intendere di essere pronta a modificare l'indirizzo della politica monetaria in tempi relativamente brevi. Anche sulla base del forte incremento dell'occupazione registrato in aprile, superiore alle previsioni degli analisti, i mercati si aspettano un primo rialzo dei tassi di interesse già in occasione della prossima riunione del Federal Open Market Committee, programmata per la fine di giugno. Anticipando l'inversione della politica monetaria, i rendimenti a lungo termine sono aumentati nelle ultime settimane di circa 100 punti base, partendo comunque da livelli assai bassi; l'incremento non dovrebbe comportare rischi significativi per la ripresa in atto. I consumatori statunitensi sono, infatti, prevalentemente indebitati a tassi a lungo termine fissi; le imprese potranno contare su buone condizioni di redditività per far fronte ad aumenti dei costi di finanziamento.

Secondo stime preliminari nell'area dell'euro il prodotto sarebbe aumentato, nel primo trimestre 2004, a un ritmo del 2,4 per cento in ragione d'anno, un risultato superiore alle attese dato anche il debole andamento della produzione industriale nello stesso periodo. In Giappone l'attività produttiva è aumentata del 5,6 per cento in ragione d'anno; sulla base di questo risultato, molto favorevole, l'FMI ha rivisto al rialzo le previsioni di crescita per il 2004, al 4 per cento circa. In Cina il prodotto nel primo trimestre dell'anno in corso ha registrato un incremento eccezionale (9,7 per cento, sul periodo corrispondente), spingendo le autorità a prendere misure atte a contenere il ritmo di espansione degli investimenti che rischia di generare una situazione di surriscaldamento dell'economia e di eccesso di capacità produttiva in taluni settori.

LA CONGIUNTURA E LE POLITICHE ECONOMICHE

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

Stati Uniti. – L'attività economica, in ripresa dal novembre del 2001, ha registrato un netto rafforzamento nella seconda metà del 2003, beneficiando del permanere di un orientamento espansivo della politica monetaria e di bilancio. La crescita del prodotto, dal 2,1 per cento in ragione d'anno nel primo semestre, si è innalzata al 5,9 nel secondo, in seguito all'accelerazione dei consumi e degli investimenti privati e alla ripresa delle esportazioni (tav. A1). Nel 2003 la crescita della produttività del lavoro è proseguita a ritmi molto elevati; nel settore delle imprese private non agricole è stata pari al 4,4 per cento. Essa ha contribuito al ripristino di condizioni di elevata redditività del sistema produttivo e al mantenimento di un tasso di inflazione assai basso.

I consumi delle famiglie sono cresciuti a un ritmo sostenuto, 3,1 per cento, simile a quello registrato nel 2002, beneficiando dell'espansione del reddito disponibile, pari al 2,6 per cento in termini reali, dovuta per circa il 40 per cento agli sgravi fiscali e all'incremento dei trasferimenti pubblici. Nella prima metà dell'anno i consumi hanno tratto impulso anche dall'espansione dell'indebitamento delle famiglie in connessione con l'intensa attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari, stimolata dall'ulteriore riduzione dei tassi di interesse a lungo termine. Successivamente i consumi hanno beneficiato del miglioramento delle condizioni patrimoniali delle famiglie dovuto alla ripresa delle quotazioni azionarie e al proseguimento dell'ascesa dei prezzi degli immobili (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). Le favorevoli condizioni di finanziamento hanno determinato nel corso del 2003 un aumento dell'indebitamento pari a sei punti percentuali del reddito disponibile (da 102 a 108); la crescita della domanda di abitazioni ha sostenuto gli investimenti nell'edilizia residenziale, saliti del 7,5 per cento nella media del 2003.

L'attività di accumulazione delle imprese private è aumentata del 3 per cento, dopo una flessione complessiva dell'11,3 per cento nel precedente biennio; è stata trainata dagli investimenti nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, cresciuti del 13,8 per cento. Nella lunga espansione degli anni novanta questi investimenti erano aumentati al ritmo medio annuo di circa il 18 per cento; è probabile che la ripresa della loro

domanda rifletta anche la sostituzione di capitale accumulato alla fine dello scorso decennio, considerata l'obsolescenza assai più rapida rispetto a forme più tradizionali di investimento. È risultato ancora negativo l'andamento degli altri investimenti; la caduta di quelli in impianti si è tuttavia fortemente attenuata rispetto al 2002.

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	2002	2003	2003				2004
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
Stati Uniti							
PIL	2,2	3,1	2,0	3,1	8,2	4,1	4,2
Consumi delle famiglie (1)	3,4	3,1	2,5	3,3	6,9	3,2	3,8
Spesa delle amministrazioni pubbliche (2)	3,8	3,3	–0,4	7,4	1,8	–0,1	2,0
Investimenti privati fissi lordi	–3,7	4,4	1,1	6,1	15,8	9,9	5,4
Variazione delle scorte (3)	0,4	..	–0,7	–0,2	–0,1	0,7	0,3
Esportazioni nette (3)	–0,7	–0,4	0,8	–1,3	0,8	–0,3	..
Giappone							
PIL	–0,3	2,5	0,8	3,4	3,0	6,9	5,6
Consumi delle famiglie (1)	0,9	0,9	–0,2	1,1	2,6	4,4	4,0
Spesa delle amministrazioni pubbliche	2,4	1,0	1,6	–0,9	2,3	1,3	0,6
Investimenti fissi lordi	–6,2	3,1	2,4	8,5	–2,8	17,4	4,3
Variazione delle scorte (3)	–0,3	0,3	0,1	–0,4	1,2	–1,5	0,9
Esportazioni nette (3)	0,7	0,7	. .	1,2	0,7	1,6	1,3
Area dell'euro							
PIL	0,9	0,4	–0,1	–0,4	1,5	1,2	…
Consumi delle famiglie (1)	0,1	1,0	1,9	0,1	0,5	0,1	…
Spesa delle amministrazioni pubbliche	2,9	2,0	2,0	2,4	2,8	1,8	…
Investimenti fissi lordi	–2,8	–1,0	–3,2	–1,2	–0,7	2,2	…
Variazione delle scorte (3) (4)	0,2	0,3	0,7	–0,2	–1,0	2,3	…
Esportazioni nette (3)	0,6	–0,6	–1,5	–0,5	1,8	–1,9	…
Regno Unito							
PIL	1,6	2,2	1,1	2,4	3,4	3,7	…
Consumi delle famiglie (1)	3,4	2,5	0,1	3,0	3,6	3,5	…
Spesa delle amministrazioni pubbliche	2,5	1,8	3,9	0,5	0,7	7,8	…
Investimenti fissi lordi	1,8	2,9	–7,7	5,5	8,0	10,0	…
Variazione delle scorte (3) (4)	–0,2	..	–0,6	–2,0	1,0	0,1	…
Esportazioni nette (3)	–1,3	–0,3	2,4	1,4	–1,5	–1,9	…

Fonte: Eurostat e statistiche nazionali.

(1) Comprende la spesa per consumi delle famiglie residenti e quella 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.

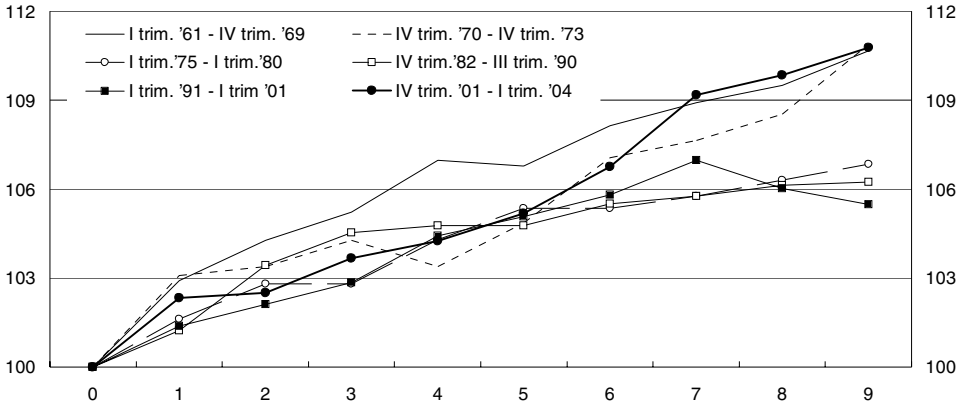
La ripresa dell'accumulazione ha tratto principalmente sostegno dal recupero dei profitti. Quelli delle società non finanziarie, nella misurazione coerente con i criteri di contabilità nazionale, sono cresciuti del 34 per cento nel corso del 2003, proseguendo l'andamento positivo avviato nel 2002, dopo due anni di consistenti flessioni. L'accresciuto autofinanziamento, in presenza di una espansione ancora moderata della spesa per investimenti, e la ripresa dei corsi azionari hanno reso possibile la diminuzione della leva finanziaria. Quest'ultima, misurata dal rapporto tra i debiti finanziari e la somma di questi e delle azioni proprie al valore di mercato, è scesa al 32,8 per cento alla fine del 2003, dal 39,5 raggiunto alla metà del 2002.

Il recupero di redditività delle imprese, in un contesto di elevata concorrenza, ha tratto origine dalla sostenuta dinamica della produttività del lavoro nell'ultimo biennio; nelle imprese private non agricole essa ha accelerato al 5 e al 4,4 per cento, rispettivamente, nel 2002 e nel 2003; in presenza di una dinamica salariale moderata ne è derivata una diminuzione del costo del lavoro per unità di prodotto del 2,5 e dell'1,0 per cento, rispettivamente.

La produttività del lavoro, che nel periodo 1996-2001 aveva registrato un ritmo annuo di crescita del 2,4 per cento, superiore di circa un punto percentuale a quello del ventennio precedente, ha accelerato al 4,7 per cento nella media del periodo 2002-03. A nove trimestri dall'inizio dell'attuale fase espansiva, la crescita della produttività risulta di intensità superiore a quella osservata in analoghe fasi cicliche negli ultimi trent'anni; è comparabile solamente a quella conseguita in ciascuna delle due espansioni degli anni sessanta e dei primi anni settanta (fig. A1).

Fig. A1

STATI UNITI: ANDAMENTO DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO NELLE IMPRESE PRIVATE NON AGRICOLE NEI PRIMI 9 TRIMESTRI DELLA FASE ASCENDENTE DEI PRINCIPALI CICLI DEGLI ULTIMI QUARANT'ANNI (1)
(indice: punto di minimo di ciascun ciclo=100; in ascissa il numero di trimestri)



Fonte: Bureau of Labor Statistics.
(1) Sulla base della cronologia del NBER.

L'accelerazione della produttività nell'ultimo biennio ha riguardato tutta l'economia. Nel settore manifatturiero il ritmo di crescita è salito al 6,2 per cento, dal 3,7 nel periodo 1996-2001. Tale aumento è derivato soprattutto dall'accelerazione nel comparto dei beni durevoli (dal 4,8 all'8,1 per cento) e, in misura minore, in quello dei beni non durevoli (dal 2,5 al 3,5 per cento). Data l'elevata incidenza dei servizi sul valore aggiunto del settore privato non agricolo (circa il 75 per cento), la significativa accelerazione della produttività nel complesso delle imprese indica che il fenomeno ha riguardato anche i servizi.

La dinamica della produttività del lavoro nell'ultimo biennio è coerente con un'ipotesi di apprendimento relativamente graduale delle tecniche ottimali di utilizzo di forme innovative di capitale. Le imprese, fino al 2000, non sembra avessero ancora perfezionato la loro capacità di sfruttare pienamente, mediante la riorganizzazione dei processi produttivi, gli ingenti investimenti nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione effettuati nella seconda metà degli anni novanta. Il repentino peggioramento della redditività, nella recessione del 2001, ha spinto le imprese a ricercare guadagni di efficienza attraverso una maggiore riduzione dei costi. Le opportunità di efficiente riorganizzazione dei processi produttivi potrebbero, tuttavia, non essersi ancora esaurite; pertanto, il tasso di crescita della produttività potrebbe rimanere superiore a quello registrato nella seconda metà degli anni novanta anche nei prossimi anni. Ne conseguirebbe un innalzamento del potenziale di crescita dell'economia statunitense oltre il 3,5 per cento attualmente stimato.

Nel contesto di generale rafforzamento dell'economia un elemento di debolezza è stato costituito dal protrarsi del calo dell'occupazione dipendente nel settore non agricolo, pari a 307 mila unità nei primi otto mesi del 2003, in contrasto con quanto registrato in precedenti fasi cicliche di espansione (cfr. il riquadro: *L'andamento dell'occupazione negli Stati Uniti*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004). Il ritardo nel miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro appare riconducibile al processo di ristrutturazione avviato dalle imprese nel 2001, che ha consentito forti guadagni di produttività. Dopo un graduale recupero fra settembre e dicembre (246 mila unità) la ripresa dell'occupazione si è rafforzata nei primi quattro mesi dell'anno in corso (867 mila unità). L'aumento registrato dallo scorso settembre riflette la stabilizzazione dell'occupazione nel settore manifatturiero e l'espansione di quella nei servizi.

Il tasso di disoccupazione, dopo avere raggiunto un picco del 6,3 per cento in giugno, è sceso sino al 5,7 per cento in dicembre, valore intorno al quale si è attestato nei primi quattro mesi del 2004. Alla flessione ha contribuito quella del tasso di partecipazione alle forze di lavoro, dal 66,5 al 65,9 per cento.

Nella prima parte del 2003, in un contesto di crescita ancora moderata dell'attività economica e di ampi margini di capacità inutilizzata, l'inflazione era scesa su livelli particolarmente bassi; in aprile e maggio si registravano variazioni dei prezzi di segno negativo rispetto al mese precedente, che

generavano timori di deflazione. La successiva accelerazione dell'attività e l'aumento del prezzo del petrolio hanno rapidamente fugato tali rischi; dall'inizio del 2004 si sono invece manifestate, intensificandosi in marzo e in aprile, pressioni al rialzo sui prezzi. Nel corso del 2003 l'inflazione al consumo sui dodici mesi, calcolata escludendo dal paniere i prodotti energetici e alimentari, è scesa dall'1,9 per cento in gennaio all'1,1 in dicembre; quella calcolata sull'indice generale dei prezzi al consumo, pur risentendo dei rialzi nel comparto energetico, è scesa nello stesso periodo dal 2,6 all'1,9 per cento. Dall'inizio del 2004 l'inflazione, misurata dal primo indicatore, ha dato segni di ripresa, risalendo in aprile all'1,8 per cento. Il ritmo di caduta dei prezzi dei manufatti si è attenuato, riflettendo la progressiva trasmissione ai prezzi finali dei rincari dei prodotti energetici.

Nel primo trimestre del 2004 l'attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto (4,2 per cento in ragione d'anno), sospinta dai consumi; la ripresa dell'attività di investimento è proseguita, seppure a un ritmo inferiore a quello registrato nel secondo semestre del 2003. La dinamica dei consumi ha tratto sostegno dall'accelerazione dei redditi da lavoro. L'espansione degli investimenti ha continuato a essere pressoché interamente trainata dall'accumulazione di capitale nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione. La spesa pubblica, sostenuta dall'aumento di quella per la difesa, ha fornito un significativo contributo alla crescita.

In seguito al risultato, provvisorio, del primo trimestre, nel caso ipotetico in cui la crescita si arrestasse nei tre trimestri successivi, nel complesso del 2004 si registrerebbe comunque un incremento del prodotto pari al 3,0 per cento. Analogamente, la produttività del lavoro nel settore delle imprese private non agricole, avendo segnato rapidi innalzamenti nel corso del 2003 e un ulteriore incremento del 3,5 per cento in ragione d'anno nel primo trimestre del 2004, qualora restasse invariata nei tre trimestri successivi, nella media dell'anno registrerebbe una crescita del 2,8 per cento.

Giappone. – In Giappone l'attività economica, in ripresa dal secondo trimestre del 2002 grazie all'impulso fornito dalle esportazioni, si è rafforzata nel 2003, sostenuta anche dall'espansione degli investimenti. Il prodotto è cresciuto del 2,5 per cento, un ritmo superiore alle attese e il più elevato dal 1996. Tutte le componenti della domanda hanno fornito un contributo positivo; più ampio quello degli investimenti e del settore estero, pari a 0,8 e 0,7 punti percentuali, rispettivamente; più contenuto quello dei consumi privati (0,5 punti).

La crescita delle esportazioni, salita al 10,1 per cento nel 2003 dall'8 nell'anno precedente, è stata sospinta dalla domanda degli altri paesi del-

l'area asiatica, soprattutto dalla Cina. Si è concentrata nei settori delle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione (12,9 per cento) e degli altri beni capitali (17,1 per cento).

L'attività di accumulazione delle imprese, stagnante negli anni novanta, aveva registrato una ripresa dal secondo trimestre del 2002, dopo due anni di contrazione. Nel 2003 gli investimenti fissi privati non residenziali sono aumentati del 9,3 per cento, mentre quelli residenziali sono rimasti pressoché invariati; si sono ancora ridotti gli investimenti pubblici. Complessivamente la formazione di capitale è cresciuta del 3,1 per cento.

La ripresa degli investimenti privati è stata determinata dal recupero di redditività delle imprese, dovuto anche al processo di ristrutturazione produttiva intrapreso dagli ultimi anni dello scorso decennio. Tra il 1997 e il 2003 l'occupazione dipendente totale si è ridotta di oltre 2 milioni di unità; si è diffuso il ricorso a contratti di lavoro più flessibili; il costo del personale è diminuito del 6 per cento (cfr. il capitolo della sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche* nella Relazione sull'anno 2002). I profitti delle imprese non finanziarie, diminuiti nei due anni precedenti, sono aumentati del 12 per cento nella media del 2003.

Si è rafforzata anche la situazione patrimoniale delle imprese. Nel corso degli anni novanta le imprese, anche in conseguenza del forte rallentamento degli investimenti, hanno diminuito il ricorso a nuove passività; dal 1998 hanno registrato saldi finanziari positivi, che hanno consentito di ridurre l'elevato debito accumulato nella seconda metà degli anni ottanta.

Secondo un'indagine condotta dal Ministero delle finanze presso un campione di imprese non finanziarie il rapporto tra la consistenza delle passività e la somma di passività e patrimonio azionario è diminuito dal 78 per cento nel 1998 al 71 alla fine dello scorso anno, pur restando su un valore fra i più elevati nel confronto internazionale. La riduzione ha interessato sia le imprese manifatturiere (dal 63 al 59 per cento) sia il resto delle imprese non finanziarie (dall'84 al 77 per cento).

L'incidenza dei debiti verso le banche sul totale delle passività si è ridotta dal 45 per cento nel 1998 al 38 alla fine del 2003, con notevoli differenze a seconda della classe dimensionale e del settore produttivo (fig. A2). Infatti, mentre l'indebitamento bancario delle grandi imprese manifatturiere è rimasto sostanzialmente invariato, collocandosi alla fine dello scorso anno attorno al 27 per cento del totale delle passività; quello delle imprese medio-piccole dello stesso comparto si è ridotto in misura contenuta, rimanendo su livelli molto più elevati (46 per cento). L'esposizione nei confronti delle banche delle imprese non finanziarie appartenenti agli altri settori produttivi si è invece ridotta di quasi dieci punti percentuali, sia in quelle di grande dimensione (al 35 per cento) sia in quelle medio-piccole (al 40 per cento).

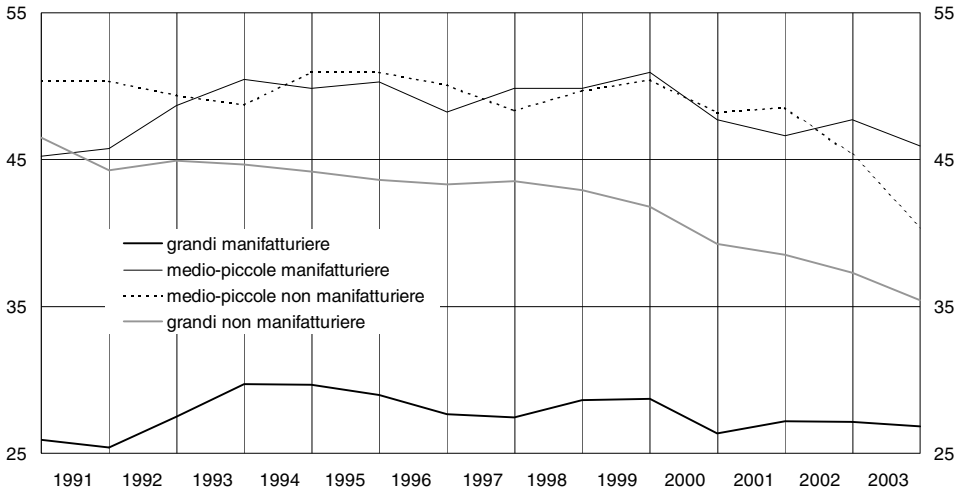
Nonostante l'ulteriore e significativa riduzione del reddito reale disponibile (–2,2 per cento per l'aggregato delle famiglie lavoratrici, da –1,3

nel 2002), i consumi privati hanno continuato ad aumentare, seppure a ritmi contenuti (0,9 per cento nella media del 2003). Dalla fine degli anni ottanta la crescita dei consumi, superiore a quella del reddito disponibile, ha comportato una significativa riduzione del tasso di risparmio delle famiglie. Quest'ultimo, che allora risultava tra i più elevati nel confronto con i principali paesi industriali, si colloca oggi poco al di sopra del 6 per cento, valore più basso di quello della Germania, della Francia e dell'Italia.

Fig. A2

GIAPPONE: INDEBITAMENTO BANCARIO DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE

(dati di fine periodo; in percentuale del totale delle passività)



Fonte: Indagine campionaria del Ministero delle finanze.

Il rafforzamento dei consumi nella seconda metà del 2003 ha riflesso il miglioramento del clima di fiducia delle famiglie e la stabilizzazione dell'occupazione, diminuita di appena lo 0,2 per cento nella media dell'anno, dopo la caduta dell'1,3 nel 2002. Per effetto della concomitante riduzione delle forze di lavoro il tasso di disoccupazione si è collocato nella media dell'anno al 5,3 per cento, un livello analogo a quello del 2002.

Nel corso del 2003 la riduzione dei prezzi al consumo e di quelli alla produzione ha registrato una graduale attenuazione, portandosi nella media dell'anno allo 0,3 e allo 0,8 per cento, rispettivamente, da 0,9 e 2,1 per cento nel 2002.

La decelerazione dei prezzi si era avviata nei primi anni novanta, dopo lo scoppio della bolla immobiliare e finanziaria; l'indice generale dei prezzi al consumo, il cui tasso di crescita già nel 1990 era fra i più contenuti nei paesi industriali, tra il 1995 e il 1999 è rimasto sostanzialmente invariato, avendo risentito di rialzi temporanei dovuti all'aumento delle

imposte indirette. Dal 2000 il livello dei prezzi ha assunto un andamento negativo, accentuatosi fino al 2002. I prodotti che maggiormente hanno contribuito al calo dell'indice sono quelli del comparto manifatturiero più esposti alla concorrenza internazionale e soggetti, per la componente importata, a pressioni al ribasso derivanti dal tendenziale apprezzamento dello yen. Tra il 1997 e il 2003, a fronte di un calo complessivo dei prezzi al consumo del 2,3 per cento, l'indice dei prezzi del comparto manifatturiero è diminuito del 6,2 per cento; quello dei beni durevoli di oltre il 20. Nello stesso periodo i salari nominali sono diminuiti complessivamente del 6,5 per cento.

Secondo la Banca del Giappone, all'attenuazione nel corso del 2003 della flessione dell'indice generale dei prezzi al consumo avrebbero contribuito fattori di natura temporanea, tra cui gli aumenti del costo dell'assicurazione medica, delle imposte sui tabacchi e del prezzo del riso. Secondo valutazioni dell'OCSE, al netto di queste componenti, l'indice dei prezzi avrebbe continuato a registrare una tendenza flettente dell'ordine dello 0,5 per cento.

Indicazioni di un proseguimento della tendenza deflazionistica sono anche desumibili dall'andamento del deflatore dei consumi, la cui caduta è continuata nel 2003 sostanzialmente agli stessi ritmi dell'anno precedente, –1,4 per cento nella media dell'anno. Tale indice, di tipo Paasche, quindi a ponderazione variabile, tiene conto anche delle modifiche nella composizione del paniere di spesa e pertanto risulta più adeguato a misurare l'inflazione effettiva, soprattutto in periodi di ampie variazioni dei prezzi relativi. La sua tendenza più negativa rispetto a quella dei prezzi al consumo deriva, presumibilmente, dal maggior peso acquisito nel paniere di spesa delle famiglie dai prodotti i cui prezzi sono diminuiti di più.

Nel primo trimestre del 2004 l'attività economica ha continuato a espandersi a un ritmo molto sostenuto, 5,6 per cento in ragione d'anno, sospinta da tutte le principali componenti della domanda. Il sondaggio Tankan del marzo scorso indica che le grandi e medie imprese del settore manifatturiero prevedono un'ulteriore significativa espansione degli investimenti nell'anno fiscale iniziato nell'aprile scorso (del 7,8 e del 9,3 per cento, rispettivamente).

Regno Unito. – Nel Regno Unito l'attività economica si è rafforzata nel corso del 2003, accelerando nella media dell'anno al 2,2 per cento, dall'1,6 nel 2002. La domanda interna è stata sostenuta dai consumi privati, il cui ritmo di crescita nel secondo semestre è salito al 3,4 per cento in ragione d'anno, e dal proseguimento dell'espansione degli investimenti nell'edilizia residenziale (10,1 per cento). La spesa delle famiglie in beni durevoli e abitazioni è stata finanziata, oltreché dall'aumento del reddito disponibile, anche dal forte incremento dell'indebitamento.

Alla fine del 2003 il rapporto tra indebitamento complessivo delle famiglie e reddito disponibile era salito al 128 per cento, un livello di dieci punti più elevato rispetto a un anno prima. L'incremento è pressoché interamente dovuto alla componente dei mutui ipotecari, passati dal 93 al 102 per cento del reddito disponibile. La domanda di mutui è

stata alimentata dall'ulteriore calo dei tassi di interesse, scesi al 5,3 per cento nel terzo trimestre, livello storicamente assai basso, e dalle attese circa il proseguimento della sostenuta rivalutazione degli immobili. Nel corso del 2003 l'Halifax House Price Index ha segnato ancora un incremento assai consistente, pari al 16 per cento, seppure inferiore a quello del 2002 (26 per cento).

La crescita dell'occupazione, pari a circa l'1 per cento nel 2003, è in gran parte da ricondursi a quella del lavoro autonomo. Il tasso di disoccupazione negli ultimi mesi del 2003 è sceso sotto al 5 per cento, il livello più basso dal 1975. Ciononostante la dinamica delle retribuzioni è rimasta contenuta.

L'inflazione dei prezzi al consumo, misurata sull'indice al netto dei costi dei mutui ipotecari, che costituiva la variabile su cui veniva formulato l'obiettivo della politica monetaria sino allo scorso dicembre, è scesa tra il febbraio del 2003 e l'aprile del 2004 dal 3,0 al 2,0 per cento.

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

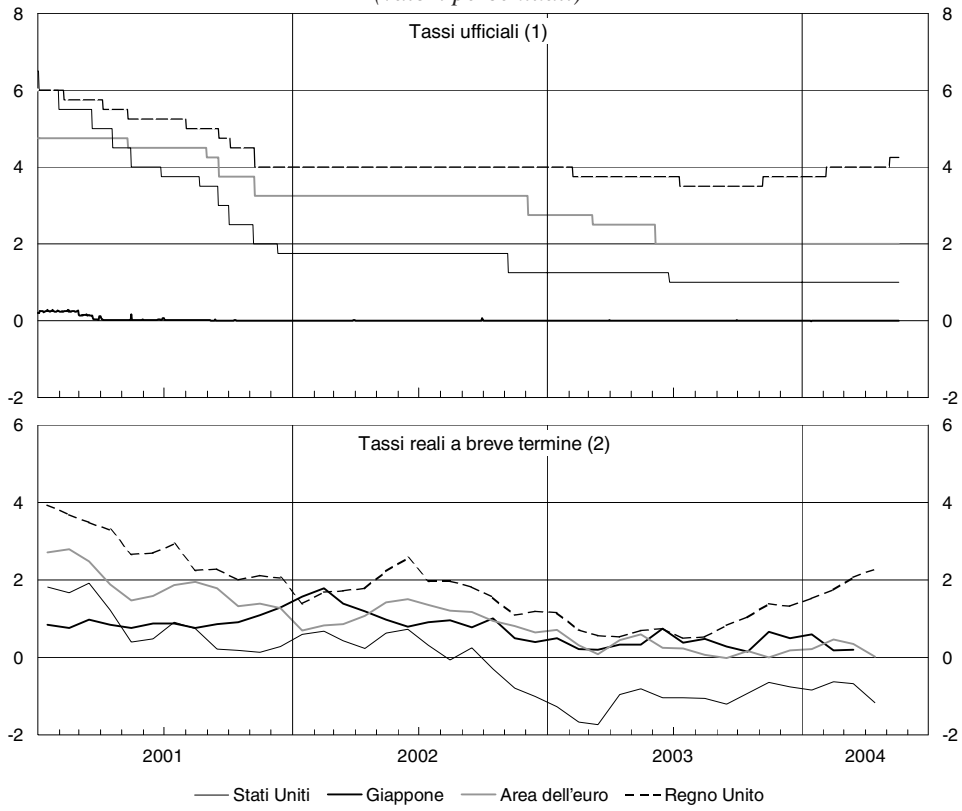
Le politiche monetarie. – Negli Stati Uniti, in un contesto di incertezza sull'intensità della ripresa, la Riserva federale ha modificato alla fine di maggio 2003 la propria valutazione dei rischi, assegnando un maggior peso a quello di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, già su livelli molto contenuti, rispetto a quello di un suo aumento; il 25 giugno ha diminuito il tasso obiettivo sui federal funds di 0,25 punti percentuali, all'1 per cento (fig. A3). Dagli ultimi mesi del 2003, in seguito al rafforzamento dell'attività economica, la Riserva federale nei suoi comunicati ha significativamente attenuato l'enfasi posta sui rischi di deflazione, prospettando come via via più probabile una futura modifica in senso restrittivo dell'orientamento della politica monetaria; all'inizio di maggio dell'anno in corso il FOMC ha giudicato bilanciati i rischi relativi alla stabilità dei prezzi e ha lasciato intendere che la restrizione delle condizioni monetarie sarà graduale.

Secondo le indicazioni desumibili dalla curva dei contratti futures, alla fine di marzo del 2004 gli investitori si attendevano un primo aumento dei tassi di riferimento di 0,25 punti percentuali nell'ultimo trimestre dell'anno. L'incremento dell'occupazione dipendente nei primi mesi del 2004, reso noto all'inizio di aprile, ha modificato le aspettative dei mercati circa i tempi della svolta della politica monetaria, inducendo un rapido rialzo dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine, sia pubbliche sia private, e del tasso sui mutui ipotecari. La curva dei tassi d'interesse attesi impliciti nei contratti futures si è spostata progressivamente verso l'alto, indicando che gli investitori hanno anticipato a giugno un primo aumento, di 0,25 punti percentuali, del tasso di riferimento.

Fig. A3

TASSI DI INTERESSE UFFICIALI E TASSI REALI A BREVE TERMINE

(valori percentuali)



Fonte: BCE e statistiche nazionali.

(1) Dati giornalieri. Per gli Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per il Giappone: tasso overnight sul mercato monetario; per l'area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per il 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 nei 12 mesi precedenti.

Il tasso d'interesse reale a breve termine, deflazionato con la variazione registrata nei precedenti dodici mesi dall'indice dei prezzi al consumo, è divenuto negativo negli ultimi mesi del 2002 ed è rimasto tale per tutto il 2003, per circa un punto percentuale.

In Giappone il persistere della tendenza alla diminuzione dei prezzi al consumo, seppure a ritmi più deboli, ha indotto la banca centrale ad accentuare la strategia incentrata sull'espansione della liquidità, volta a riportare il tasso di incremento dei prezzi su valori stabilmente positivi. Il saldo obiettivo dei conti correnti detenuti dalle istituzioni finanziarie presso la banca centrale, compreso tra 15-20 mila miliardi di yen alla fine del 2002, è stato ripetutamente innalzato fino a 30-35 mila miliardi nel gennaio 2004. Il tasso d'interesse a brevissimo termine è rimasto su valori prossimi allo zero.

La Banca del Giappone ha inoltre continuato ad attuare misure a sostegno del sistema bancario e delle imprese produttive. Tra il settembre del 2002 e la prima decade di maggio dell'anno in corso essa ha effettuato acquisti di titoli azionari dalle banche commerciali per un importo di 1.980 miliardi di yen (pari allo 0,4 per cento del PIL); al fine di agevolare il finanziamento delle piccole e medie imprese, ha avviato a luglio un piano di acquisto di asset-backed securities, per un valore massimo di 1.000 miliardi di yen, da completarsi entro la fine di marzo 2006; infine, in settembre è stato annunciato che verrà considerata la possibilità di allungare la scadenza residua dei titoli acquistabili, finora limitata a un anno; la misura avrebbe lo scopo di contenere eventuali, indesiderati innalzamenti dei tassi d'interesse a lungo termine.

Anche nel 2003 la base monetaria è cresciuta a ritmi elevati, pari al 13,5 per cento; all'aumento ha contribuito l'incompleta sterilizzazione da parte della banca centrale dei notevoli acquisti di dollari sul mercato dei cambi, effettuati nell'anno per contrastare l'apprezzamento dello yen. L'aggregato ampio di moneta (M2+CD) ha tuttavia continuato ad aumentare a ritmi contenuti; l'incremento sui dodici mesi, pari all'1,5 per cento nel 2003, non ha subito cambiamenti significativi nei primi mesi del 2004. Il credito al settore privato, anche includendo i crediti inesigibili cancellati, ha continuato a diminuire; nel 2003 esso è risultato inferiore dell'1,9 per cento a quello dell'anno precedente.

I risultati semestrali dei bilanci delle banche, relativi al periodo aprile-settembre, resi noti nel febbraio 2004, sono stati migliori delle attese. Gli utili sono aumentati in misura significativa, beneficiando di un rimborso straordinario di imposte da parte delle amministrazioni locali e del buon andamento del mercato azionario; si sono nettamente ridotte le partite in sofferenza. Alla fine di settembre queste ultime, al lordo degli accantonamenti, ammontavano a 31,6 mila miliardi di yen, pari al 7,3 per cento del totale degli impieghi, un punto percentuale in meno rispetto all'anno prima. Tale riduzione è stata rilevante soprattutto per le maggiori banche; qualora la riduzione dei crediti inesigibili continuasse al ritmo registrato nel semestre aprile-settembre 2003, le maggiori banche sarebbero in grado di conseguire l'obiettivo indicato dalla Financial Services Agency nel novembre 2002, di dimezzarne la consistenza entro marzo 2005 rispetto ai livelli di marzo 2002. Appare invece più lento il miglioramento della situazione, tuttora fragile, delle banche regionali, maggiormente esposte ai rischi di fallimento delle piccole e medie imprese. In seguito alla verifica dell'insufficiente copertura patrimoniale, nel novembre 2003 è stata nazionalizzata la Ashikaga Bank, un'azienda di credito regionale di dimensione media.

Nel Regno Unito il rallentamento della domanda interna nella prima parte del 2003, in un contesto di elevata incertezza, ha indotto la Banca d'In-

ghilterra a ridurre in due occasioni, per complessivi 0,5 punti percentuali, il tasso di riferimento, al 3,5 per cento. Successivamente, l'orientamento della politica monetaria è mutato in senso meno accomodante, al fine di ridurre l'inflazione che, seppure in calo, si è mantenuta nel corso dell'anno al di sopra del valore obiettivo, e di contenere gli ulteriori rischi connessi con l'aumento dell'indebitamento delle famiglie: il tasso di riferimento è stato innalzato nel novembre 2003, nel febbraio 2004 e nuovamente in maggio, fino al 4,25 per cento.

Dallo scorso dicembre la Banca d'Inghilterra ha adottato come nuova variabile di riferimento l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC); il nuovo obiettivo d'inflazione è stato fissato al 2 per cento, contro il precedente 2,5. Diversamente dall'indice utilizzato in precedenza, lo IAPC esclude il valore implicito dei servizi abitativi, una componente molto erratica che essendo collegata all'andamento dei prezzi degli immobili residenziali ha avuto negli ultimi anni un'influenza rilevante sull'andamento e sul livello dell'inflazione.

I bilanci pubblici. – Negli Stati Uniti il disavanzo del bilancio federale nell'anno fiscale 2003 (terminato alla fine dello scorso settembre) è salito a 375 miliardi di dollari, pari al 3,5 per cento del PIL. Quello delle amministrazioni pubbliche è aumentato a 501 miliardi (4,6 per cento del PIL). L'ampliamento rispetto all'anno precedente del disavanzo federale, pari a circa 220 miliardi, è derivato da una riduzione delle entrate per 71 miliardi, in gran parte riconducibile all'approvazione da parte del Congresso nel maggio 2003 di misure di sgravio fiscale sul reddito delle persone fisiche, e da un aumento delle uscite per 147 miliardi, per oltre la metà dovuto a un incremento della componente discrezionale della spesa, in larga misura destinato al finanziamento delle operazioni militari in Iraq.

Gli andamenti nel 2003 si inseriscono in tendenze in atto dall'inizio del decennio. Tra il 2000 e il 2003 le entrate pubbliche si sono ridotte, in rapporto al prodotto, dal 20,9 al 16,5 per cento; la spesa discrezionale è aumentata dal 6,3 al 7,6 per cento; ne è risultato un deterioramento del saldo del bilancio federale di circa sei punti percentuali di PIL, da un avanzo pari al 2,4 per cento del prodotto all'attuale disavanzo del 3,5 per cento. Contestualmente il debito federale collocato sul mercato, che alla fine dell'anno fiscale 2001 era pari al 33,1 per cento del prodotto, il valore più basso dal 1983, è progressivamente aumentato, portandosi alla fine dell'anno fiscale 2003 al 36,1 per cento.

Secondo le più recenti valutazioni del Congressional Budget Office, diffuse lo scorso marzo, il disavanzo federale complessivo si amplierebbe anche nell'anno fiscale 2004, al 4,2 per cento del PIL. Il risultato riflette-

rebbe il completo dispiegarsi degli effetti delle decisioni di sgravio fiscale e di incremento della spesa militare prese nel corso del 2003; tra le prime acquisirà rilevanza la riduzione della tassazione sui dividendi e sui guadagni in conto capitale (cfr. il capitolo della Sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche* nella Relazione sull'anno 2002).

Le proposte di bilancio presentate dall'Amministrazione nel febbraio scorso per il decennio 2005-2014 prevedono un ridimensionamento della spesa discrezionale e l'estensione oltre i termini previsti dalla legislazione vigente degli sgravi fiscali varati nel triennio 2001-03. La riduzione dell'incidenza della spesa discrezionale sul prodotto, dal 7,8 per cento nel 2004 al 6,5 nel 2009, deriverebbe da un netto rallentamento nel periodo 2005-09 della dinamica sia delle spese per la difesa (al ritmo annuo dell'1,4 per cento, da quello dell'11,1 per cento del triennio 2001-03) sia di quelle diverse dalla difesa (allo 0,7 per cento, dal 9,6 nel periodo 2001-03). L'incremento previsto per le spese discrezionali diverse dalla difesa sarebbe pressoché integralmente riconducibile all'aumento di quelle per la sicurezza interna. L'estensione degli sgravi fiscali avrebbe un impatto contenuto sul bilancio fino al 2010; l'effetto sarebbe, invece, molto più accentuato nel periodo 2011-14, pari in media a circa 1,5 punti percentuali di PIL. Secondo la valutazione del Congressional Budget Office il programma di bilancio presentato dall'Amministrazione consentirebbe un ridimensionamento, ma non il completo riequilibro, del disavanzo federale. Esso, dopo una progressiva correzione fino al 2007, successivamente si attesterebbe stabilmente poco al di sopra dell'1,5 per cento del prodotto. L'andamento dei conti pubblici nei prossimi anni rimane esposto al rischio di una dinamica della spesa discrezionale più elevata del previsto; in particolare, il rallentamento delle spese per la difesa nel periodo 2005-09 dipende dall'ipotesi che quelle per le operazioni militari in Iraq e in Afganistan non si estendano oltre l'anno fiscale 2004.

In Giappone la politica fiscale è rimasta espansiva anche nel 2003. Secondo le stime dell'OCSE, il disavanzo pubblico inclusivo del saldo della previdenza sociale, pur beneficiando di una crescita economica superiore al previsto, è rimasto in rapporto al PIL sul livello del 2002, circa l'8 per cento; al netto degli effetti del ciclo il saldo sarebbe peggiorato di 0,5 punti percentuali. Alla fine del 2003 il debito pubblico lordo sarebbe salito a circa il 155 per cento del prodotto, dal 147 nel 2002, un livello molto elevato nel confronto con i paesi industriali nell'ultimo trentennio.

Per l'anno fiscale iniziato nell'aprile 2004 la legge di bilancio prevede di mantenere la spesa complessiva pressoché invariata in termini nominali rispetto all'esercizio precedente. La riduzione, per il secondo anno consecutivo, della spesa per istruzione e per investimenti pubblici

verrebbe compensata dall'espansione di quella previdenziale, una tendenza in atto da diversi anni determinata dal processo di invecchiamento della popolazione.

Anche nel Regno Unito la politica di bilancio ha mantenuto un orientamento nettamente espansivo. Nell'esercizio finanziario conclusosi nel marzo scorso il disavanzo complessivo del settore pubblico, in rapporto al prodotto, è aumentato al 3,1 per cento, dal 2,2 nell'esercizio precedente, anche per effetto dell'ampliamento delle spese correnti; all'espansione del disavanzo ha concorso anche l'aumento delle spese in conto capitale destinate alle infrastrutture pubbliche, la cui incidenza sul prodotto è passata negli ultimi tre anni dallo 0,5 all'1,4 per cento. Il debito pubblico netto, in rapporto al prodotto, è aumentato tra il marzo del 2003 e il marzo del 2004 dal 30,8 al 32,7 per cento.

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

Nei dieci paesi dell'Europa centrale e orientale e del Mediterraneo che dal 1° maggio 2004 sono divenuti membri della Unione europea (UE) il ritmo dell'attività economica si è in media rafforzato, passando al 3,6 per cento nel 2003 dal 2,4 nel 2002; si è nettamente ampliato il divario positivo di crescita rispetto ai paesi già membri dell'Unione. L'aumento del prodotto è stato più elevato in quei paesi (Paesi baltici, Repubblica slovacca, Polonia) in cui le condizioni di vita, misurate dal livello del reddito pro capite, risultano più basse, inferiori di oltre il 50 per cento a quelle medie comunitarie (tavv. A2 e A3).

Rispetto ai precedenti allargamenti della UE, l'ultimo si caratterizza per il peso elevato della popolazione dei paesi entranti in rapporto a quella dei paesi già membri (20 per cento), oltreché per l'arretratezza del tenore di vita dei nuovi entranti: il loro PIL pro capite nel 2002 era pari in media al 47,3 per cento di quello del complesso dei paesi già membri. Anche grazie all'impulso fornito dalla prospettiva di una futura ammissione alla UE, negli ultimi otto anni i divari nei livelli di benessere hanno teso a ridursi, benché a un ritmo assai lento.

La crescita media annua del reddito reale pro capite nei paesi nuovi membri è stata pari al 3,8 per cento tra il 1995 e il 2003, superiore di due punti percentuali a quella nei paesi già membri. Il risultato ha riflesso la sostenuta dinamica della produttività del lavoro (3,6 per cento per l'intera economia). Il numero degli occupati, invece, è rimasto nel complesso pressoché invariato al livello del 1995. In Polonia e nelle Repubbliche ceca e slovacca ne è derivato un ulteriore aumento della disoccupazione.

Nel 2003 il principale sostegno all'espansione dell'attività economica in quasi tutti questi paesi è continuato a provenire dai consumi privati, cresciuti

di oltre il 4 per cento, in connessione con l'aumento dei salari reali e la crescita dell'indebitamento delle famiglie. All'accelerazione dell'attività rispetto al 2002 ha contribuito soprattutto la graduale ripresa degli investimenti (1,9 per cento), contrattisi nel biennio precedente. Al netto rafforzamento delle esportazioni di beni (11,7 per cento, dal 6,5 nel 2002), soprattutto in Polonia e nella Repubblica slovacca, si è accompagnata un'accelerazione generalizzata delle importazioni, al 9,3 per cento: ne è disceso un contributo negativo alla crescita della domanda estera netta in gran parte di questi paesi.

Sebbene nell'ultimo triennio la domanda dell'area dell'euro abbia pressoché ristagnato, le esportazioni di beni dei nuovi membri della UE sono cresciute a una media annua del 9 per cento. Il guadagno di quote di mercato nell'area dell'euro è riconducibile al rapido miglioramento della competitività del sistema produttivo di questi paesi, realizzato anche grazie agli investimenti diretti dall'estero, affluiti in misura cospicua dalla metà degli anni novanta.

Tav. A2

PRODOTTO, POPOLAZIONE E REDDITO PRO CAPITE NEI PAESI NUOVI MEMBRI DELLA UE (1)

PAESI	PIL nominale (2)		Popolazione (migliaia di unità)	PIL pro capite (3) (4)	
	miliardi di euro	quota percentuale sul totale dei 10 paesi		migliaia di euro	in percentuale della media UE 15
Cipro	10,7	2,4	705	18,4	76,8
Estonia	6,9	1,6	1.361	9,7	40,2
Lettonia	8,9	2,0	2.346	8,4	34,8
Lituania	14,9	3,4	3.476	9,6	39,1
Malta	4,4	1,0	395	16,6	69,1
Polonia	202,3	45,5	38.237	10,0	41,7
Repubblica ceca	78,2	17,6	10.206	14,9	61,9
Repubblica slovacca	25,7	5,8	5.379	11,4	47,1
Slovenia	23,5	5,3	1.994	16,7	69,0
Ungheria	68,9	15,5	10.175	12,8	53,4
Totale	**444,4**	**100,0**	**74.274**	**11,4**	**47,3**
Per memoria:					
UE 15	*9.171,7*	–	*377.698*	*24,1*	*100,0*
UE allargata (5)	*9.616,1*	–	*451.972*	*22,0*	*91,4*
Stati Uniti	*11.083,8*	–	*291.040*	*33,0*	*137,4*

Fonte: Commissione europea, Eurostat, FMI.
(1) Nell'anno 2002. – (2) Ai cambi di mercato – (3) Alle parità dei poteri d'acquisto. – (4) Ad eccezione di Cipro e Polonia, stime. – (5) Include i paesi nuovi membri.

Tav. A3

PRINCIPALI INDICATORI MACROECONOMICI NEI PAESI NUOVI MEMBRI DELLA UE

(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

PAESI	PIL (1)		Prezzi al consumo (1) (2)		Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (3)		Saldo di bilancio delle amministrazioni pubbliche (3)	
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003
Cipro	2,0	2,0	2,8	4,0	....	–4,4	–4,6	–6,3
Estonia	6,0	4,8	3,6	1,4	–12,2	–13,7	1,8	2,6
Lettonia	6,1	7,5	2,0	2,9	–7,6	–9,1	–2,7	–1,8
Lituania	6,8	8,9	0,4	–1,1	–5,4	–6,1	–1,4	–1,7
Malta	1,7	0,4	1,0	1,3	....	–3,4	–5,7	–9,7
Polonia	1,4	3,7	1,9	0,7	–2,6	–2,0	–3,6	–4,1
Repubblica ceca	2,0	2,9	1,4	–0,1	–5,8	–6,5	–6,4	–12,9
Repubblica slovacca	4,4	4,2	3,5	8,5	–8,2	–0,9	–5,7	–3,6
Slovenia	2,9	2,3	7,5	5,7	1,7	0,2	–1,9	–1,8
Ungheria	3,5	2,9	5,2	4,7	....	–5,7	–9,3	–5,9
Totale	**2,4**	**3,6**	**2,7**	**2,1**	....	**–3,7**	**–4,9**	**–5,7**

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.

A fronte dei notevoli progressi macroeconomici conseguiti nell'ultimo triennio da quasi tutti i paesi nuovi membri, rimane problematica la situazione dei loro conti pubblici. Inoltre, nella situazione di robusta espansione della domanda interna che ha caratterizzato gli ultimi anni, è proseguito l'accumulo di disavanzi correnti della bilancia dei pagamenti, pari nel 2003 al 3,7 per cento del prodotto nel complesso di questi paesi.

In Polonia (dove il PIL è cresciuto del 3,7 per cento, dall'1,4 nel 2002) il netto miglioramento congiunturale è stato favorito da politiche economiche fortemente espansive e dall'aumento della competitività derivante dal deprezzamento del cambio nell'ultimo biennio. Lo sviluppo del prodotto è aumentato anche nella Repubblica ceca (dal 2 al 2,9 per cento), in Lituania e Lettonia (oltre il 7 per cento).

La crescita è invece leggermente diminuita, pur mantenendosi sopra il 4 per cento, in Estonia e nella Repubblica slovacca, riflettendo, in quest'ultimo paese, il brusco arresto dei consumi, che hanno risentito dell'adozione di misure fiscali restrittive. In seguito all'ulteriore deterioramento del contributo del settore estero, il prodotto è decelerato anche in Ungheria (dal 3,5 al 2,9 per cento) e Slovenia (dal 2,9 al 2,3 per cento).

Nonostante l'espansione del prodotto, nel 2003 l'occupazione ha continuato a ridursi nel complesso dei dieci paesi, riflettendo il processo di ristrutturazione del sistema

produttivo che ha determinato una diminuzione degli esuberi di mano d'opera. La crescita della produttività del lavoro è passata al 4 per cento, dal 3,1 nel 2002. Il mercato del lavoro continua a essere caratterizzato da condizioni di particolare debolezza in Polonia, dove il tasso di disoccupazione è rimasto molto elevato, 19,8 per cento.

Politiche monetarie prudenti e orientate alla stabilità dei cambi e ulteriori guadagni di produttività hanno continuato a favorire la riduzione dell'inflazione nella maggior parte di questi paesi. Nel complesso, l'aumento dei prezzi al consumo, nella media del 2003, è risultato pari al 2,1 per cento, dal 2,7 nel 2002. L'inflazione è rimasta, invece, relativamente elevata, al di sopra del 4,5 per cento, in Ungheria e Slovenia; è temporaneamente risalita sopra l'8 per cento nella Repubblica slovacca, in seguito alla liberalizzazione di alcuni prezzi amministrati.

Il saldo del bilancio pubblico, in attivo solo in Estonia, ha registrato nel 2003 un ulteriore peggioramento in cinque dei dieci paesi, anche in seguito alle spese sostenute per l'attuazione delle riforme strutturali in vista dell'ingresso nella UE. In particolare, il disavanzo del settore pubblico è aumentato in Polonia (dal 3,6 al 4,1 per cento del PIL), a Cipro (dal 4,6 al 6,3 per cento), Malta (dal 5,7 al 9,7 per cento) e nella Repubblica ceca (dal 6,4 al 12,9 per cento); pur rimanendo elevato, si è invece ridotto in Ungheria (5,9 per cento) e nella Repubblica slovacca (3,6 per cento).

Nel 2003 il disavanzo corrente della bilancia dei pagamenti nel complesso dei dieci paesi, tutti in passivo ad eccezione della Slovenia, si è mantenuto elevato, pari al 3,7 per cento del PIL; esso risente dell'elevato deficit commerciale (pari al 4,6 per cento del PIL). La netta correzione del disavanzo registrata nella Repubblica slovacca, dall'8 all'1 per cento del PIL, e quella, più lieve, della Polonia (dal 2,6 al 2 per cento) hanno riflesso una crescita delle esportazioni più rapida rispetto agli altri paesi.

La congiuntura e le politiche economiche in altri paesi emergenti

Nel 2003 nei paesi emergenti dell'Asia, nonostante gli effetti negativi dell'epidemia polmonare atipica scoppiata nella primavera, il prodotto ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. L'attività economica è stata trainata dalle esportazioni, soprattutto di prodotti informatici, e in alcuni paesi anche dalla domanda interna. Per il complesso dell'area (incluse le economie di recente industrializzazione) il tasso di sviluppo è salito al 7,2 per cento, dal 6,2 nel 2002 (tav. aA1).

In Cina il prodotto ha ulteriormente accelerato, al 9,1 per cento, il tasso più elevato dal 1997, dall'8 per cento nel 2002. La crescita è stata sospinta dalla fortissima espansione degli investimenti (27 per cento in valore), in particolare nel settore automobilistico, della siderurgia e dell'edilizia. Anche l'interscambio con l'estero ha registrato ritmi di sviluppo eccezionali: l'aumento delle esportazioni, pari al 35 per cento in valore, è stato accompagnato da quello ancora più sostenuto delle importazioni (40 per cento). L'afflusso di investimenti diretti dall'estero si è mantenuto elevato, attorno ai 50 miliardi di dollari, come nel 2002 (cfr. il riquadro: *L'integrazione eco-*

nomica internazionale della Cina, in *Bollettino Economico,* n. 41, 2003). Nel primo trimestre del 2004 l'attività economica ha accelerato ancora, segnando un incremento del 9,7 per cento sul periodo corrispondente; gli investimenti sono aumentati, in valore, addirittura del 43 per cento. La forte espansione delle importazioni (42 per cento) e il lieve rallentamento delle esportazioni (al 34 per cento) hanno determinato un netto peggioramento del disavanzo commerciale rispetto allo stesso trimestre del 2003.

Nel 2003 un considerevole impulso all'attività di accumulazione è venuto dal sostenuto sviluppo del credito bancario, pari al 21 per cento; vi ha contribuito l'abbondante liquidità, sebbene le autorità abbiano tentato di sterilizzare, per quanto possibile, la base monetaria creata a fronte del forte accumulo di riserve (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). L'obiettivo di ridurre la liquidità nel sistema ha indotto le autorità ad adottare misure restrittive di politica monetaria e a programmare interventi per il risanamento del patrimonio delle maggiori banche.

Dopo aver innalzato nell'estate scorsa il coefficiente di riserva obbligatoria per la generalità delle banche, dallo scorso aprile la banca centrale ha deciso di differenziare i coefficienti, rendendoli più restrittivi per le banche che hanno un indice di adeguatezza patrimoniale inferiore a un certo livello. Ulteriori misure hanno riguardato l'allentamento delle restrizioni su alcune tipologie di deflussi di capitale, mentre si sta valutando la possibilità di introdurre restrizioni su alcuni tipi di afflussi finanziari.

È peggiorata la situazione patrimoniale delle banche, in particolare delle quattro maggiori banche pubbliche. La consistenza dei loro crediti in sofferenza ammonterebbe a circa un quarto del totale degli impieghi, mentre i coefficienti patrimoniali si collocherebbero su valori assai bassi, attorno al 6,5 per cento. Alla fine dello scorso anno le autorità cinesi hanno presentato un programma di risanamento triennale che prevede la graduale cancellazione e la cessione dei prestiti in sofferenza, l'innalzamento dei coefficienti patrimoniali all'8 per cento e l'adozione di standard internazionali di governo societario. Nel gennaio 2004 la banca centrale cinese ha effettuato un primo intervento di ricapitalizzazione di due delle quattro grandi banche pubbliche, per un ammontare pari a 45 miliardi di dollari, stanziandone altri 50 per le restanti due.

In India è proseguito il processo di apertura agli scambi internazionali di beni e agli investimenti diretti dall'estero. La forte espansione del settore dei servizi, in particolare quelli legati alle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, e il sostenuto incremento della produzione agricola, la principale fonte di reddito per circa due terzi della popolazione, hanno favorito l'accelerazione del prodotto al 7,2 per cento nella media del 2003, dal 4,6 nell'anno precedente. Nonostante la robusta crescita del PIL nell'ultimo decennio, al tasso annuo del 6,1 per cento, il livello del prodotto pro capite, valutato alle parità dei poteri d'acquisto, rimane basso nel confronto con altri paesi emergenti, pari a poco più della metà di quello delle altre economie in via di sviluppo della regione.

Negli altri PVS dell'area, anche grazie all'espansione della domanda interna, il prodotto ha generalmente accelerato, a ritmi compresi tra il 4,2 per cento in Indonesia e il 6,7 in Tailandia.

Nei paesi di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan) la crescita, pur beneficiando dell'espansione della domanda estera, è diminuita nel 2003 per effetto del rallentamento di quella interna.

Nella Corea del Sud, dove i consumi hanno registrato una caduta in seguito all'anecessità delle famiglie di ridurre l'elevato indebitamento accumulato negli ultimi tre anni, la crescita si è più che dimezzata, dal 7 del 2002, al 3,1 per cento. Anche a Taiwan e a Singapore il prodotto ha rallentato, rispettivamente, dal 3,6 al 3,2 e dal 2,2 all'1,1 per cento.

Nel 2003 l'attività economica in America latina ha registrato, dopo due anni di ristagno, un miglioramento pressoché generalizzato, beneficiando soprattutto nella seconda metà dell'anno della ripresa del commercio internazionale e del guadagno di ragioni di scambio indotto dai rincari dei prezzi delle materie prime, di cui i paesi della regione sono importanti produttori. Il prodotto dell'area, rimasto invariato nel 2002, è aumentato lo scorso anno dell'1,7 per cento; tuttavia, gli andamenti nei vari paesi sono rimasti differenziati (cfr. il riquadro: *Il recente miglioramento della situazione economica in America latina*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004).

In Argentina il prodotto, che nei quattro anni precedenti era crollato complessivamente di circa il 20 per cento, nel 2003 è cresciuto dell'8,7, riflettendo la forte ripresa della domanda interna; questa, dopo la flessione del 17 per cento nel 2002, è aumentata dell'11 per cento. Gli investimenti privati sono cresciuti del 38 per cento; i consumi dell'8,1 per cento. Il settore estero, che nel 2002 aveva fornito un apporto positivo all'espansione del reddito, lo scorso anno ha influito negativamento in seguito all'eccezionale ripresa delle importazioni; queste, dopo la caduta del 50 nell'anno precedente, sono aumentate nel 2003 del 37,6 per cento. L'inflazione, che a gennaio 2003 si collocava al 39,6 per cento sui dodici mesi, ha registrato una diminuzione molto accentuata; lo scorso aprile era scesa al 3,1 per cento. Le condizioni monetarie sono divenute meno restrittive per sostenere l'attività produttiva. La politica fiscale, al contrario, ha mantenuto un orientamento restrittivo; in seguito al buon andamento delle entrate, l'avanzo primario del bilancio federale è salito al 2,3 per cento del PIL, dallo 0,9 nel 2002. È stato conseguito l'obiettivo concordato con l'FMI lo scorso settembre. Nonostante il miglioramento congiunturale, la situazione dell'Argentina rimane in prospettiva fragile, soprattutto sotto il profilo finanziario. Appare infatti ancora di difficile soluzione il problema della ristrutturazione del debito sovrano per un ammontare pari a circa 100 miliardi di dollari. (cfr. il capitolo: I mercati valutari e finanziari internazionali*).*

In Brasile il prodotto, aumentato dell'1,9 per cento nel 2002, è diminuito dello 0,2 nel 2003. Dall'estate si sono manifestati segnali di un rafforzamento dell'attività economica,

confermati dalla forte espansione del prodotto nel quarto trimestre (circa 6 per cento sul periodo precedente in ragione d'anno). Le componenti interne della domanda, in particolare gli investimenti, hanno risentito dell'orientamento restrittivo delle politiche economiche. Un sostegno alla crescita è continuato a provenire, come nel 2002, dal settore estero. L'inflazione, dopo essere aumentata fino al 17,2 per cento nei dodici mesi terminanti a maggio, è gradualmente diminuita, in linea con gli obiettivi concordati con l'FMI, fino al 5,3 per cento nell'aprile 2004. Dal picco di giugno, il tasso ufficiale di sconto è stato abbassato di oltre dieci punti percentuali, fino al 16 per cento nell'aprile dell'anno in corso. La politica fiscale ha mantenuto un orientamento restrittivo anche nel 2003: l'avanzo primario del bilancio pubblico consolidato è salito al 4,3 per cento del prodotto, dal 3,9 nel 2002, un livello leggermente superiore all'obiettivo concordato con l'FMI (4,25 per cento).

In Messico il prodotto ha segnato nel 2003 un incremento dell'1,3 per cento (0,7 nel 2002), beneficiando del miglioramento delle ragioni di scambio. La crescita è stata sostenuta dai consumi, privati e pubblici, aumentati complessivamente del 2,9 per cento, dall'1,2 nel 2002. Gli investimenti, in calo nella prima metà dell'anno, hanno registrato un recupero nel secondo semestre. L'orientamento restrittivo della politica monetaria ha favorito un graduale rallentamento dei prezzi: l'inflazione, che nel marzo del 2003 si collocava al 5,6 per cento sui dodici mesi, è scesa ad agosto al 4 per cento (un valore coerente con l'obiettivo di inflazione della banca centrale), mantenendosi su tale livello fino alla fine dell'anno; da gennaio 2004, tuttavia, è tornata ad aumentare, inducendo la banca centrale a rendere più restrittive le condizioni monetarie. Il disavanzo del bilancio pubblico si è ridotto solo lievemente, al 3,3 per cento del prodotto (3,4 nel 2002), nonostante il significativo aumento degli introiti derivanti dalle esportazioni di petrolio (pari nel 2002 a circa un terzo del totale delle entrate).

In Venezuela l'attività economica ha continuato a risentire della profonda crisi economica in atto dal 2002. Il prodotto, che in quell'anno si era contratto dell'8,9 per cento, nel 2003 è diminuito ancora del 9,2 per effetto di un calo di oltre il 10 per cento della produzione nel settore petrolifero, il quale pesa per circa il 25 per cento sulla produzione complessiva dell'economia.

In Russia il prodotto è aumentato nel 2003 al tasso del 7,3 per cento (4,7 nel 2002), sospinto dall'espansione degli investimenti cresciuti del 12,9 per cento (3,0 nel 2002). Il rincaro del petrolio, di cui il paese è un importante esportatore, ha reso possibile un incremento degli introiti delle vendite all'estero, del 26,7 per cento in dollari (5,3 nel 2002); l'avanzo commerciale è salito al 14 per cento del prodotto (13,4 nel 2002). Il processo di disinflazione è proseguito con lentezza; l'inflazione, che a marzo 2003 era salita al 14,8 per cento sui dodici mesi, è scesa al 10,3 per cento nell'aprile scorso, anche in seguito all'apprezzamento del cambio e al mantenimento dei controlli su alcuni prezzi. Nonostante il buon andamento delle entrate tributarie, sostenute dagli elevati prezzi del petrolio e dalla forte ripresa ciclica, l'avanzo del bilancio federale si è mantenuto pressoché invariato rispetto all'anno precedente, all'1,7 per cento del PIL.

In Turchia il prodotto, pur in decelerazione rispetto al 2002, è aumentato del 5,8 per cento, beneficiando anche del miglioramento delle condizioni

finanziarie. L'espansione dell'attività è stata sostenuta dalla domanda interna che, per il secondo anno consecutivo, ha fornito un contributo alla crescita del prodotto prossimo a nove punti percentuali, riflettendo lo sviluppo degli investimenti privati (20,3 per cento) e dei consumi (5,6 per cento). Il rafforzamento del tasso di cambio ha favorito la discesa dell'inflazione, che nell'aprile 2004 si collocava al 10,2 per cento nei dodici mesi, dal 26,4 nel gennaio 2003. Il rallentamento dei prezzi ha consentito alle autorità monetarie di rendere meno restrittivo l'orientamento della politica monetaria: i tassi di riferimento sono stati ridotti di circa venti punti percentuali; quello medio sui depositi overnight è stato abbassato al 24,5 per cento nel marzo dell'anno in corso. L'avanzo primario del bilancio pubblico, in aumento rispetto al 2002, ha superato lievemente il 6 per cento del PNL, pur rimanendo inferiore all'obiettivo del 6,5 per cento concordato con l'FMI.

I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Nel 2003 la flessione del dollaro, iniziata nei primi mesi dell'anno precedente, si è accentuata; vi hanno contribuito dapprima le incertezze circa i tempi e l'intensità della ripresa negli Stati Uniti, connesse anche con le tensioni politiche internazionali, poi soprattutto le crescenti preoccupazioni per le elevate dimensioni raggiunte dal debito estero netto, che ha superato il 25 per cento del prodotto. Il deprezzamento è stato considerevole nei confronti dell'euro e, da settembre, anche dello yen; è risultato assai più contenuto rispetto alle altre valute asiatiche, le cui autorità hanno contrastato l'apprezzamento mediante massicci acquisti di dollari sul mercato dei cambi; in America latina l'aumento delle riserve valutarie ha principalmente riflesso l'esigenza di riportarle a livelli precedenti le crisi. Nei primi mesi dell'anno in corso il dollaro ha arrestato la caduta nei confronti dell'euro, segnando un recupero apprezzabile; all'inversione di tendenza avrebbe contribuito il progressivo rafforzamento dell'attività economica negli Stati Uniti a fronte di una sua persistente debolezza nell'area dell'euro; le spinte all'apprezzamento dello yen sono invece proseguite fino alla fine dello scorso marzo.

L'accentuazione dell'indirizzo già nettamente espansivo delle politiche monetarie nelle tre maggiori aree ha favorito un aumento significativo della liquidità mondiale: gli aggregati monetari, in particolare quelli più ristretti, hanno registrato una dinamica elevata; hanno segnato incrementi sostenuti anche i depositi bancari detenuti da famiglie e imprese non residenti; nelle maggiori economie i tassi d'interesse reali a breve termine sono risultati negativi dall'inizio del 2003, quelli a lungo termine sono rimasti su livelli bassi fino allo scorso aprile.

Le condizioni di abbondante liquidità e le attese di un loro protrarsi per un periodo relativamente lungo hanno favorito una ricomposizione dei portafogli degli investitori, che hanno spostato fondi verso strumenti a rendimento più elevato, così contribuendo a mantenere i tassi delle obbligazioni pubbliche dei paesi industriali su livelli bassi nel confronto storico. La riduzione dei premi per il rischio ha interessato tutte le attività finanziarie e gli emittenti di diversa qualità e area geografica: il miglioramento corrente e atteso della redditività delle imprese ha contribuito a sospingere i prezzi delle obbligazioni societarie e, dalla primavera dello scorso anno, con l'attenuarsi delle tensioni politiche internazionali, anche i corsi azionari. Favoriti dal miglioramento delle condizioni di fondo delle loro economie, sono aumentati i prezzi delle

obbligazioni emesse dai paesi emergenti. La riduzione dei tassi sui mutui ipotecari ha contribuito a sostenere i prezzi delle abitazioni.

L'aumento dei prezzi delle attività ha favorito un rafforzamento, sia pure in misura differenziata, delle condizioni patrimoniali delle famiglie, delle imprese e degli intermediari finanziari nei paesi industriali, nonché degli emittenti sovrani nei paesi emergenti.

Dall'inizio dell'anno in corso questa tendenza al rialzo si è arrestata, anche in seguito al rafforzarsi di aspettative di un'imminente inversione dei tassi d'interesse a breve termine statunitensi. Da gennaio si è osservato un aumento dei premi per il rischio, più lieve per le obbligazioni societarie, più marcato per quelle emesse dai paesi emergenti; da febbraio si è interrotta la crescita dei corsi azionari; dalla metà di marzo i rendimenti sulle obbligazioni pubbliche sono risaliti.

I mercati valutari e finanziari nei paesi industriali

Nel corso della prima metà del 2003 il dollaro si è deprezzato in misura rilevante rispetto all'euro (8 per cento), al dollaro canadese, a quello australiano e alle monete dei maggiori paesi dell'America latina (in misura compresa tra il 14 e il 20 per cento); è rimasto pressoché invariato rispetto alla sterlina inglese, allo yen e alle valute dei paesi emergenti asiatici (fig. A4). Questi ultimi e il Giappone hanno resistito alle pressioni al rialzo sulle proprie valute effettuando massicci interventi sul mercato dei cambi; in particolare, la Cina, Hong Kong e la Malesia, tra i principali partner commerciali degli Stati Uniti, hanno mantenuto i propri regimi di cambio fisso nei confronti del dollaro.

Dopo un temporaneo rafforzamento durante i mesi estivi, tra settembre 2003 e gennaio 2004 il dollaro è tornato a indebolirsi, anche nei confronti dello yen. La tendenza si è accentuata dopo il comunicato emesso il 20 settembre dai ministri delle finanze e dai governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette (G-7), in cui si auspicava una maggiore flessibilità dei tassi di cambio al fine di favorire il riassorbimento degli squilibri nei conti con l'estero delle principali aree. Il deprezzamento del dollaro durante tale periodo è stato significativo, compreso tra il 9 e il 13 per cento, oltre che nei confronti dell'euro, anche rispetto allo yen e alla sterlina inglese; i cambi con le valute delle economie emergenti asiatiche e dell'America latina, le cui autorità hanno intensificato gli acquisti di dollari, sono invece rimasti pressoché invariati.

Nei primi due mesi del 2004 il dollaro si è stabilizzato nei confronti dell'euro: il 12 gennaio e il 17 febbraio ha segnato i valori minimi, prossimi

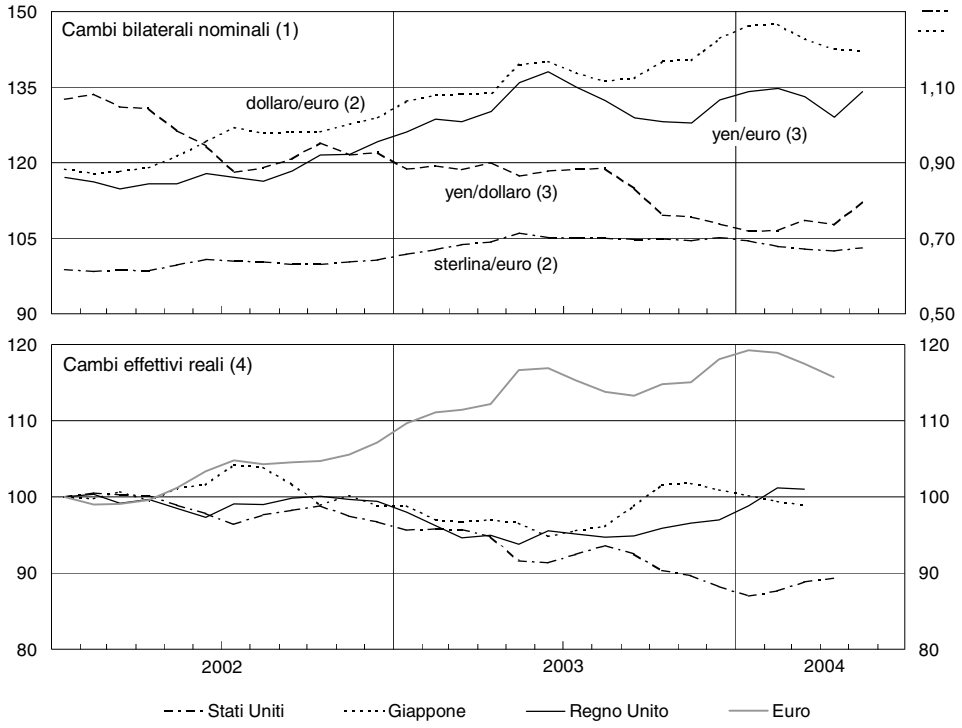
a 1,29 dollari. Nel vertice del G-7 svoltosi il 7 febbraio in Florida, le autorità hanno auspicato una maggiore flessibilità di quei tassi di cambio che fino ad allora non avevano registrato apprezzamenti significativi nei confronti del dollaro ed espresso preoccupazione per l'eccessiva variabilità dei cambi. Nel vertice tenutosi lo scorso aprile a Washington, le autorità del G-7 hanno ribadito gli orientamenti espressi in febbraio.

Dalla seconda metà di febbraio la valuta statunitense ha registrato una inversione di tendenza nei confronti dell'euro: rispetto ai valori minimi, alla fine della seconda decade di maggio si era apprezzata del 7 per cento. Nei confronti dello yen, le pressioni al ribasso del dollaro sono invece proseguite fino alla fine di marzo, contrastate dagli interventi delle autorità giapponesi: queste tra l'inizio di gennaio e la metà di marzo hanno acquistato un ammontare di dollari pari a circa l'80 per cento degli acquisti effettuati nell'intero 2003. Rispetto alle valute dei paesi emergenti dell'Asia il dollaro è rimasto pressoché invariato. In termini effettivi nominali, dallo scorso gennaio esso si è apprezzato del 4 per cento; aveva perso l'8,8 per cento del suo valore nel corso del 2003.

Fig. A4

TASSI DI CAMBIO NOMINALI BILATERALI FRA LE PRINCIPALI VALUTE E INDICATORI DI COMPETITIVITÀ

(dati medi mensili)



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

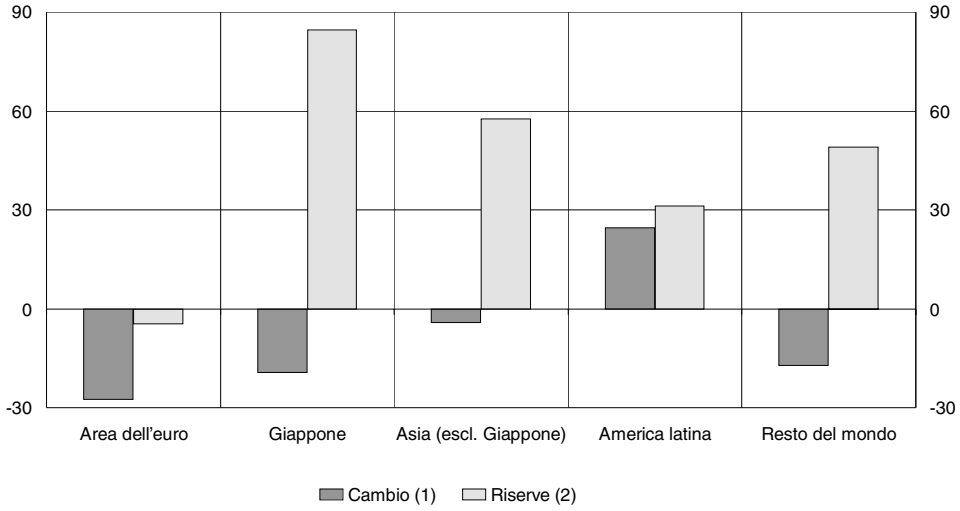
(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2004 si riferiscono ai primi 19 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2002=100, calcolati sulla base dei prezzi alla produzione dei manufatti per l'area dell'euro, il Giappone e il Regno Unito e dei prezzi al consumo per gli Stati Uniti; un aumento indica un peggioramento di competitività.

Complessivamente, da quando si è avviata la fase discendente (febbraio 2002) a maggio di quest'anno, la valuta statunitense si è deprezzata del 10 per cento in termini effettivi nominali; il guadagno di competitività è stato dell'11 per cento. All'indebolimento del dollaro hanno corrisposto apprezzamenti bilaterali assai diversi delle valute dei paesi partner (fig. A5). L'euro ha segnato l'apprezzamento più elevato, pari al 38 per cento; la sterlina è salita del 25 per cento. Grazie ai massicci interventi sui mercati valutari, lo yen ha contenuto l'apprezzamento al 18 per cento, le valute dei paesi emergenti dell'Asia al 4. Per effetto degli ingenti acquisti di dollari effettuati dalle autorità, tra febbraio 2002 e lo scorso gennaio le riserve valutarie in Asia sono aumentate complessivamente di circa 800 miliardi di dollari, superando i 2.000 miliardi (di cui 730 in Giappone e 420 in Cina), livelli eccezionalmente elevati. Nel periodo considerato le valute dei paesi dell'America latina si sono, invece, deprezzate nei confronti del dollaro. Dopo le forti flessioni registrate in occasione della grave crisi finanziaria che aveva colpito la regione nel 2002 (tra febbraio e ottobre il peso argentino e il real brasiliano si erano deprezzati fino al 40 per cento nei confronti del dollaro), nel 2003 le autorità della regione hanno contrastato la tendenza all'apprezzamento delle proprie valute mediante cospicui acquisti di dollari, che hanno consentito di ricostituire le riserve valutarie: tra ottobre 2002 e lo scorso gennaio queste ultime sono aumentate di 50 miliardi di dollari, a oltre 200 miliardi, un livello superiore ai massimi raggiunti alla metà del 1998.

Fig. A5

VARIAZIONI DEI TASSI DI CAMBIO E DELLE RISERVE UFFICIALI DEI PRINCIPALI PARTNER COMMERCIALI DEGLI STATI UNITI DA FEBBRAIO 2002

(variazioni percentuali)



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

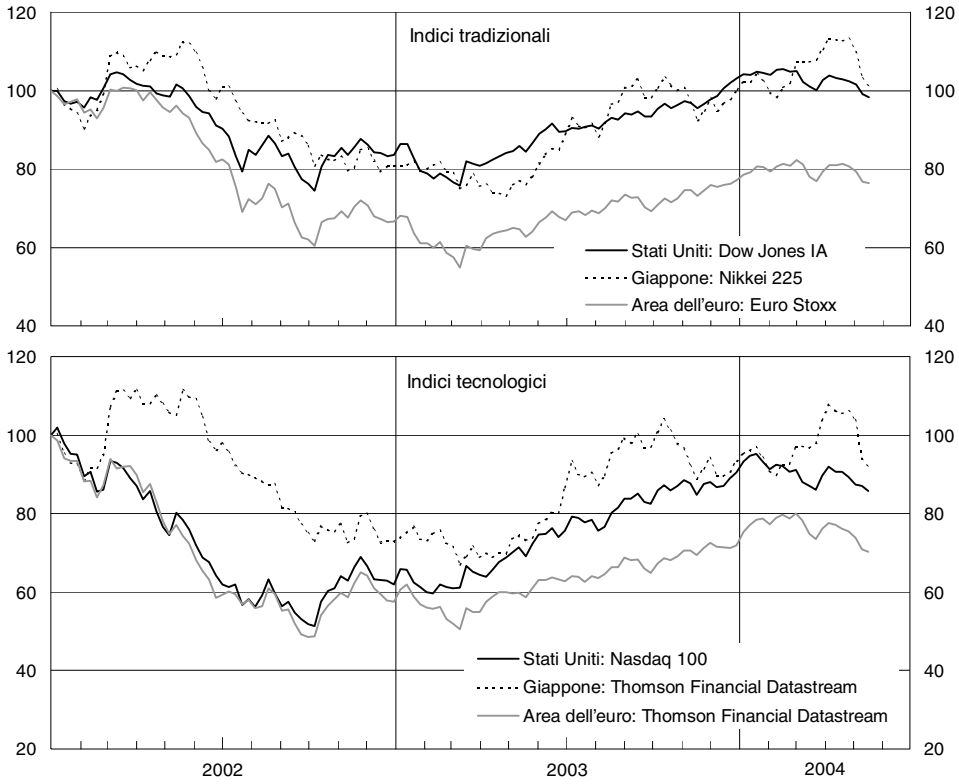
(1) Tassi di cambio nominali euro/dollaro e yen/dollaro; tassi di cambio nominali medi del dollaro nei confronti delle valute delle restanti tre aree, ponderati sulla base dei flussi di interscambio degli Stati Uniti. Variazioni tra febbraio 2002 e aprile 2004. – (2) Variazioni tra fine febbraio 2002 e fine gennaio 2004.

Dal marzo del 2003 in tutte le principali borse mondiali si è avviata una fase di significativi rialzi, interrottasi nel febbraio di quest'anno. Tra marzo dello scorso anno e la fine della seconda di maggio 2004 l'indice Dow Jones Industrial Average è aumentato di circa il 32 per cento; l'indice tecnologico Nasdaq 100 di quasi il 50 per cento (fig. A6). Oltre che dell'abbondante liquidità, i corsi azionari nella prima metà dell'anno hanno beneficiato dell'attenuarsi delle tensioni internazionali e, dalla seconda metà, del miglioramento dei profitti, correnti e attesi, delle società quotate, connesso con il rafforzamento della congiuntura, soprattutto negli Stati Uniti e in Giappone.

Fig. A6

INDICI AZIONARI NEGLI STATI UNITI, IN GIAPPONE E NELL'AREA DELL'EURO

(dati medi settimanali; indici: 1° settimana di gennaio 2002=100) (1)



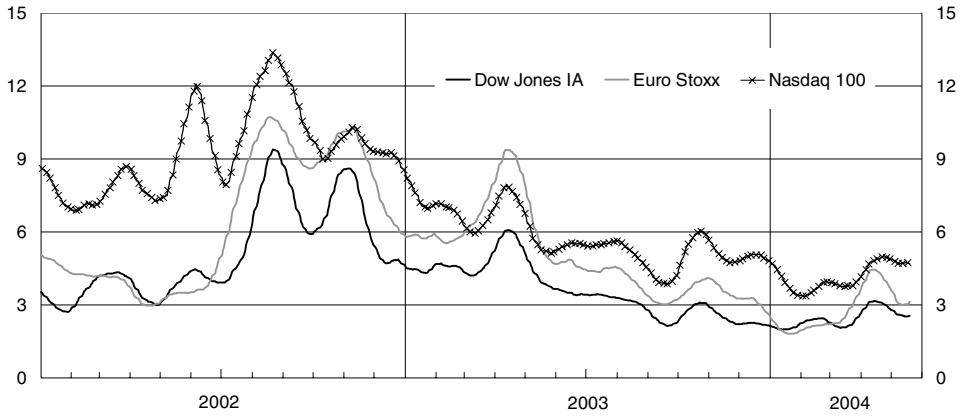
Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) L'ultimo dato disponibile è quello del 19 maggio 2004.

Il rialzo dei corsi si è accompagnato a un aumento delle operazioni di prima quotazione e a una diminuzione della variabilità dei prezzi. Negli Stati Uniti il numero di società neo-quotate, pari a 9 nella prima metà del 2003, è salito a 78 nella seconda metà; nei primi quattro mesi del 2004 è stato pari a 51. La variabilità effettiva e quella implicita nelle quotazioni delle opzioni sui futures dei principali indici di borsa, molto elevate fino

alla vigilia del conflitto in Iraq, sono calate rapidamente; dalla fine del 2003 sono ritornate su valori molto contenuti (fig. A7).

Fig. A7

VARIABILITÀ EFFETTIVA DI ALCUNI INDICI AZIONARI (1)
(dati giornalieri; medie mobili di 20 termini)



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 19 maggio.

Negli Stati Uniti i prezzi delle azioni appaiono in linea con gli utili e con i tassi di interesse attesi; riflettono aspettative di crescita economica elevata.

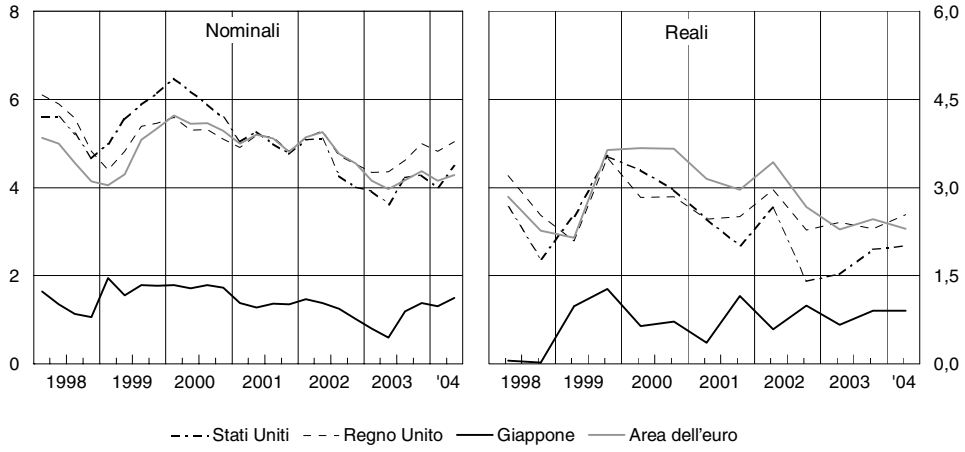
I rendimenti delle obbligazioni decennali emesse dal Tesoro degli Stati Uniti, che nel 2002 erano scesi in misura significativa, fino al 4 per cento (un valore storicamente basso), si sono mantenuti nella media del 2003 su quel livello, ma con notevoli oscillazioni nei mesi centrali dell'anno (fig. A8). A contenere i tassi a lungo termine hanno contribuito gli ingenti acquisti dall'estero: tra l'inizio del 2002 e il quarto trimestre del 2003 la quota di titoli del Tesoro detenuti da non residenti, per oltre metà autorità estere, è salita di oltre sette punti percentuali, al 44,6 per cento.

Tra l'inizio di maggio e la metà di giugno i rendimenti sono calati fino a toccare il 3,1 per cento, livello minimo degli ultimi quaranta anni. A sospingere la domanda di titoli pubblici hanno contribuito i timori di un'ulteriore riduzione dell'inflazione, già bassa, e le conseguenti attese, alimentate dai comunicati della Riserva federale, di un'accentuazione dell'orientamento nettamente espansivo della politica monetaria. Alla decisione della Riserva federale di giugno di ridurre i tassi ufficiali di 0,25 punti percentuali, all'1 per cento – misura inferiore alle attese – è seguito un repentino rialzo dei rendimenti decennali, che alla fine di luglio hanno raggiunto il 4,5 per cento, per poi stabilizzarsi su livelli di poco inferiori. Ad accentuare il calo e il successivo rialzo dei rendimenti obbligazionari avrebbero contribuito taluni fattori tecnici connessi con le operazioni di copertura effettuate dalle agenzie statunitensi specializzate nella cartolarizzazione dei mutui ipotecari.

Nel 2004, dopo un temporaneo calo dei rendimenti a lunga scadenza nella prima metà di marzo, fino al 3,7 per cento, connesso con l'insoddisfacente andamento dell'occupazione, i primi segnali di ripresa del mercato del lavoro e di accelerazione dei prezzi hanno determinato un nuovo aumento. Alla fine della seconda decade di maggio essi erano pari al 4,8 cento, valore non particolarmente elevato, tenuto anche conto dell'ampio squilibrio nei conti pubblici.

Fig. A8

TASSI DI INTERESSE NOMINALI E REALI A LUNGO TERMINE (1)
(punti percentuali)



Fonte: statistiche nazionali e BCE.
(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media dei rendimenti nazionali ponderata fino al dicembre 1998 con il PIL, successivamente con gli stocks nominali di titoli. Dati medi trimestrali per i tassi nominali (i dati relativi al 2° trimestre 2004 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 tratte dai sondaggi di *Consensus Forecasts* sull'orizzonte tra 6 e 10 anni (per il Giappone 4 anni).

Nel 2003 i rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti sono rimasti su livelli contenuti anche in termini reali: sebbene siano lievemente risaliti nel corso dell'anno, nell'aprile del 2004 i tassi d'interesse deflazionati con le aspettative d'inflazione di lungo periodo desunte da *Consensus Forecasts* si collocavano al 2 per cento, valore nettamente inferiore al tasso di crescita potenziale dell'economia statunitense.

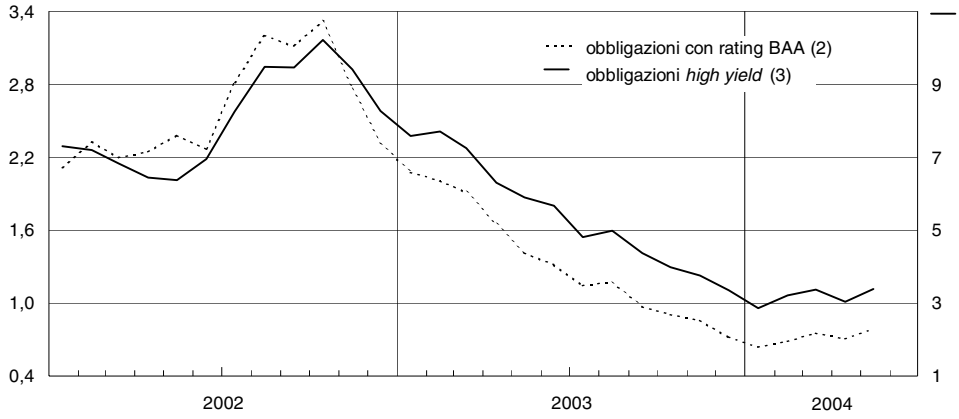
Nonostante le gravi irregolarità contabili messe in luce nel 2002 dai casi della Enron e di altre imprese con elevata capitalizzazione, che avevano intaccato profondamente la fiducia nel sistema di governo societario, la propensione degli investitori ad acquistare obbligazioni private si è ristabilita rapidamente, anche in seguito all'adozione tempestiva di modifiche restrittive di alcune norme del diritto societario (cfr. il *Bollettino Economico* n. 39, novembre 2002). Nel 2003 il calo dei premi per il rischio su tali obbligazioni iniziato alla fine dell'anno precedente si è fortemente accentuato, favorito, oltre che dall'abbondante liquidità, dal miglioramento delle condizioni patrimoniali delle imprese. Rispetto ai valori massimi toccati

nell'ottobre 2002, il differenziale di rendimento dei titoli emessi dalle imprese con rating BAA rispetto ai titoli pubblici si è ridotto di quasi tre punti percentuali e, alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso, era pari a 0,8 punti; quello delle imprese *high yield* è calato di sette punti percentuali, fino a circa tre punti (fig. A9). Nello stesso periodo, il costo di finanziamento per le due classi di imprese è sceso di due e sei punti percentuali, al 5,6 e all'8,3 per cento, rispettivamente.

Fig. A9

STATI UNITI: DIFFERENZIALI D'INTERESSE FRA OBBLIGAZIONI PRIVATE E PUBBLICHE A 10 ANNI (1)

(dati medi mensili; punti percentuali)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) I dati relativi a maggio si riferiscono ai primi 19 giorni del mese. – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra.

La considerevole diminuzione dei rendimenti delle obbligazioni private e l'ascesa dei corsi azionari nel 2003 sarebbero in parte da attribuire a un aumento della propensione degli investitori ad assumere rischi finanziari (cfr. il capitolo della sezione D: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Un indicatore utilizzato dagli analisti per individuare mutamenti della propensione al rischio si basa sulle variazioni della correlazione di rango tra i rendimenti attesi e la rischiosità di un insieme di attività finanziarie. Un'analisi empirica condotta su un campione di indici azionari settoriali degli Stati Uniti, dell'area dell'euro e del Giappone segnala un significativo aumento della propensione al rischio nel corso del 2003; questa evidenza è coerente con quella ottenibile da altri indicatori. Da tale analisi emerge, inoltre, che la correlazione di rango costituisce una buona approssimazione di una misura di propensione al rischio derivata dalla stima del Capital Asset Pricing Model (CAPM), il modello comunemente utilizzato per lo studio dei prezzi delle attività finanziarie. In letteratura tale modello viene tuttavia utilizzato su orizzonti temporali non inferiori a cinque anni. Su orizzonti temporali più brevi le stime del CAPM sono meno affidabili. Pertanto, le indicazioni ottenute dalla correlazione di rango ai fini dell'analisi congiunturale vanno utilizzate con cautela.

In Giappone, dove l'espansione dell'attività economica è proseguita nel 2003 a ritmi elevati e superiori alle attese, dall'inizio di maggio si

è avviata una fase ascendente del mercato azionario. Da allora l'indice Nikkei 225 ha registrato un guadagno del 44 per cento (fig. A6). L'aumento è stato ancora più consistente per i titoli delle banche, il cui valore, nello stesso arco di tempo, è più che raddoppiato, sospinto dal miglioramento delle loro condizioni reddituali e patrimoniali (cfr. il capitolo: *La congiuntura e le politiche economiche*). L'accentuarsi dell'espansione della liquidità e l'impegno delle autorità monetarie a proseguire tale strategia finché il tasso d'inflazione non sarà stabilmente positivo hanno contribuito a mantenere i rendimenti dei titoli pubblici su livelli molto bassi. Nella seconda parte del 2003 una ricomposizione dei portafogli degli investitori ha determinato un aumento di tali rendimenti: quelli a dieci anni, che nella media dei primi sei mesi dell'anno si collocavano allo 0,7 per cento, si sono stabilizzati, da settembre, attorno all'1,3; nei mesi successivi sono saliti lentamente e alla fine della seconda decade di maggio erano pari all'1,5 per cento.

Nel 2003 il mercato internazionale dei derivati ha segnato una crescita particolarmente sostenuta. Le forti tensioni politiche internazionali nei primi mesi dell'anno e, successivamente, l'elevato grado di incertezza circa l'orientamento della politica monetaria negli Stati Uniti, tradottosi in marcate oscillazioni dei corsi obbligazionari, hanno generato un'elevata domanda di copertura con strumenti derivati. I contratti di opzione su tassi d'interesse e, tra i futures, quelli sugli eurodepositi a tre mesi in dollari e in euro, nonché sui titoli pubblici degli Stati Uniti e della Germania hanno segnato incrementi significativi. I valori nozionali dei contratti di opzione trattati sui mercati organizzati sono aumentati del 71 per cento rispetto alla fine del 2002, quelli dei contratti futures del 33; le consistenze di tali contratti, quasi interamente relativi a tassi d'interesse, hanno così raggiunto, rispettivamente, i 23.000 e i 13.700 miliardi di dollari. Una dinamica così sostenuta si era osservata, peraltro, anche nel 2001, in connessione con l'avvio dell'espansione monetaria attuata dalla Riserva federale e, alla fine dello stesso anno, con gli attentati terroristici negli Stati Uniti: in quell'anno il valore nozionale dei contratti era aumentato del 67 per cento.

Nel 2003, come nell'anno precedente, gli investitori hanno fatto ampio ricorso a tecniche per il trasferimento del rischio di credito. Fra gli strumenti utilizzati a tal fine, i derivati creditizi, costituiti quasi interamente da *credit default swaps*, sono quelli che si stanno diffondendo più rapidamente sui mercati OTC. Secondo stime dell'International Swaps and Derivatives Association, lo scorso anno lo stock di *credit default swaps* è aumentato del 64 per cento rispetto al 2002, sfiorando i 3.600 miliardi di dollari (cfr. il capitolo della sezione D: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Mentre i derivati tradizionali consentono alle banche di cedere a terzi i rischi di mercato come quello di cambio e quello d'interesse, i *credit default swaps* permettono di trasferire il rischio di credito connesso con la

più tradizionale attività di prestito, rischio che finora era difficile cedere sul mercato. La diffusione di tali derivati potrebbe mutare profondamente il modo di operare dei mercati e delle istituzioni finanziarie. Le autorità stanno seguendo il fenomeno con particolare attenzione, anche nelle sedi della cooperazione internazionale; fra gli aspetti più rilevanti che sono oggetto di analisi vi è la possibilità che il rischio di credito divenga troppo concentrato; che gli operatori non abbiano piena consapevolezza dei rischi connessi con l'utilizzo di tali strumenti; che le banche si trasformino, nel medio-lungo periodo, da finanziatrici a lungo termine in "originatrici" di credito, poi ceduto a terzi.

Attualmente il fenomeno del trasferimento del rischio di credito è 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 – che ne presenterà i risultati il prossimo settembre al Financial Stability Forum (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo*).

Le condizioni finanziarie delle imprese e delle famiglie negli Stati Uniti

Nel 2003 la favorevole evoluzione dei mercati finanziari e il buon andamento degli utili hanno consentito alle imprese degli Stati Uniti di migliorare in misura significativa la propria posizione reddituale e patrimoniale. Il consistente rialzo dei corsi azionari e la marcata riduzione dei rendimenti dei titoli a reddito fisso emessi dalle imprese hanno favorito una riduzione del costo della raccolta e un aumento dei volumi di emissioni obbligazionarie.

È proseguita la riduzione dell'indebitamento. Il debito delle imprese non finanziarie, che alla fine del 2001 aveva raggiunto il 90 per cento del valore aggiunto da esse generato (il 47 per cento del PIL), il massimo degli ultimi venti anni, nel corso del 2003 si è ridotto fino all'85,6 per cento (il 45,3 per cento del PIL). Alla fine dello scorso anno la leva finanziaria, calcolata come rapporto tra debiti finanziari e la somma di questi ultimi e delle azioni proprie ai valori di mercato, rispetto al terzo trimestre del 2002 era scesa di quasi sette punti percentuali, al 33 per cento, un livello significativamente più basso di quello registrato negli anni ottanta (fig. A10).

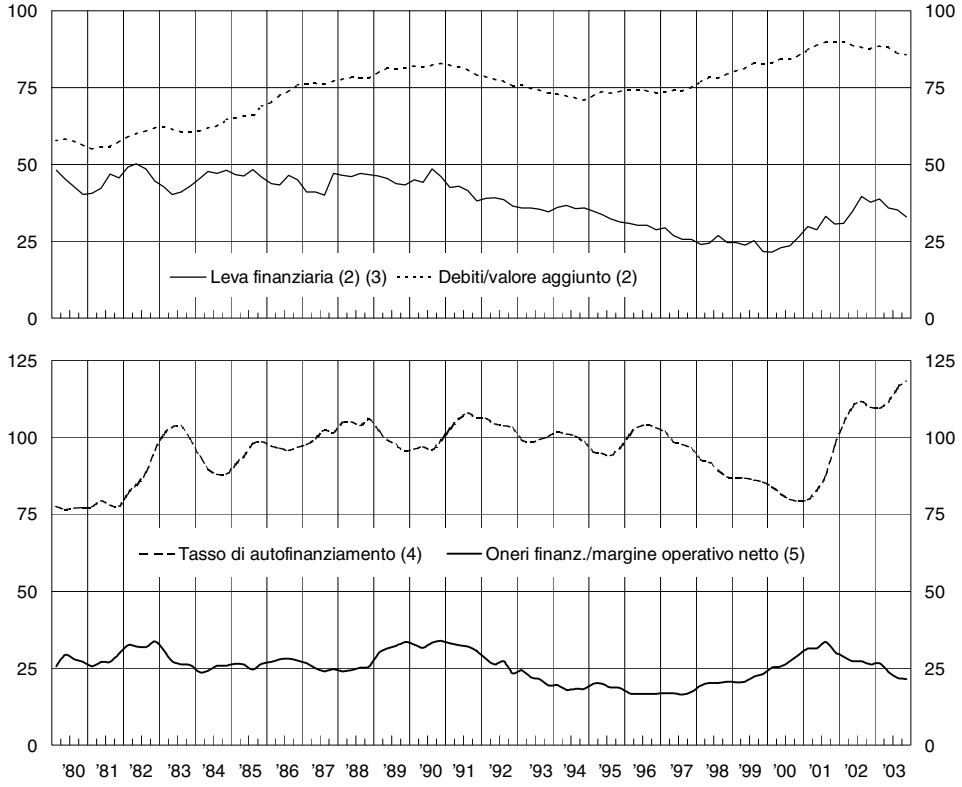
Anche gli indicatori di flusso segnalano un netto miglioramento delle condizioni finanziarie delle imprese: il rapporto tra oneri finanziari e margine operativo netto, che nel terzo trimestre del 2001 aveva toccato un valore massimo (33 per cento), nel corso del 2003 è calato di dodici punti percentuali (fig. A10). Il tasso di autofinanziamento delle imprese, calcolato come

rapporto tra fondi interni complessivi e investimenti lordi non finanziari, alla fine del 2000 aveva raggiunto il valore minimo degli ultimi venti anni (79 per cento); da allora è risalito ai livelli massimi (118 per cento), riflettendo dapprima la flessione degli investimenti e, nel 2003, il sostenuto incremento dei profitti (cfr. il capitolo: *La congiuntura e le politiche economiche*).

Fig. A10

CONDIZIONI PATRIMONIALI DELLE SOCIETÀ NON FINANZIARIE NEGLI STATI UNITI (1)

(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: Riserva federale e Bureau of Economic Analysis.

(1) Settore *non financial corporate*. – (2) Il debito include solo gli strumenti del mercato del credito (carta commerciale, obbligazioni private, prestiti bancari e di altri istituti). – (3) Rapporto tra i debiti e la somma di debiti e azioni proprie (ai valori di mercato). – (4) Rapporto tra i fondi totali interni (somma di profitti non distribuiti al netto dell'imposizione fiscale, ammortamenti e profitti su attività estere non rimpatriati) e la spesa per investimenti lordi non finanziari; media mobile di quattro termini. – (5) Margine operativo netto = valore aggiunto al netto degli ammortamenti – costo del lavoro – tasse (+ sussidi) su produzione e importazioni.

La vulnerabilità finanziaria delle imprese statunitensi appare al momento contenuta. Un potenziale fattore di rischio è rappresentato dalla sottocapitalizzazione dei fondi pensione aziendali a prestazioni predefinite. Alcuni elementi inducono tuttavia a circoscrivere l'entità di tale rischio. In primo luogo, negli Stati Uniti l'utilizzo di tali fondi come forma di retribuzione differita è limitato alle grandi imprese a elevata intensità di capitale, tipicamente nelle aerolinee e nell'industria automobilistica. In secondo luogo, gli andamenti correnti e prospettici dei prezzi delle attività finanziarie stanno contribuendo al riequilibrio attuariale di questi fondi: i rialzi delle quotazioni azionarie

hanno accresciuto il valore delle attività patrimoniali; in futuro, un probabile rialzo dei rendimenti a lungo termine, riducendo il valore attuariale degli oneri pensionistici, porterebbe a un calo delle passività.

Anche le condizioni patrimoniali delle famiglie sono migliorate, pur rimanendo caratterizzate da elevato e crescente indebitamento: tra la fine del 2002 e la fine del 2003 la ricchezza netta delle famiglie, misurata in rapporto al reddito disponibile, è aumentata da 506 a 541 punti percentuali, sebbene il tasso di risparmio sia rimasto su livelli bassi (2,1 per cento nel 2003, da 2,3 nell'anno precedente).

Il forte rialzo degli indici azionari nel corso del 2003 ha consentito di invertire la tendenza alla flessione della ricchezza finanziaria lorda, in atto dall'inizio del 2000, e proseguita fino al terzo trimestre del 2002, quando era stato raggiunto un minimo, pari al 378 per cento del reddito disponibile; alla fine del 2003 il rapporto era risalito al 418 per cento.

In connessione con il persistente dinamismo del mercato delle abitazioni, nel corso del 2003 la ricchezza immobiliare delle famiglie ha proseguito la tendenza crescente iniziata nel 1997 (quando era pari al 146 per cento del reddito disponibile), raggiungendo, alla fine dell'anno, il 185 per cento. I prezzi delle abitazioni in termini nominali hanno continuato ad aumentare, sia pure in decelerazione: dopo avere raggiunto all'inizio del 2001 tassi di incremento superiori all'8 per cento, rispetto al periodo corrispondente, hanno gradualmente rallentato fino al 6 per cento nel terzo trimestre del 2003; nel quarto trimestre si è tuttavia registrata una nuova accelerazione, all'8 per cento (fig. A11). Nella media dell'anno l'aumento è stato del 7 per cento sia nel 2003 sia nel 2002.

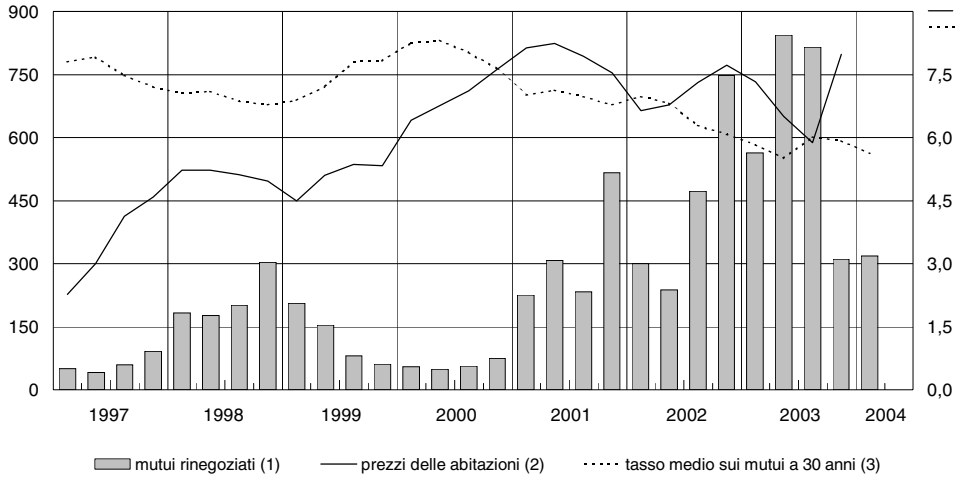
I tassi sui mutui ipotecari, che lo scorso giugno erano scesi fino al 5,2 per cento, valore storicamente basso, sono poi risaliti, oscillando in un intervallo compreso tra il 5,4 e il 6,5 per cento; alla fine della seconda settimana di maggio si collocavano attorno al 6 per cento (fig. A11). La riduzione dei tassi d'interesse nella prima metà dell'anno e il continuo aumento dei prezzi delle abitazioni hanno favorito anche nel 2003 l'attività di rinegoziazione dei mutui ipotecari, che è ancora aumentata rispetto ai livelli già molto elevati dell'anno precedente: sono stati rinegoziati mutui per 2.500 miliardi di dollari, rispetto a una media annua di 1.500 nel biennio 2001-02 e di 460 miliardi nel quadriennio 1997-2000 (fig. A11).

La discesa dei tassi d'interesse, oltre all'espansione dei mutui ipotecari, ha favorito anche la crescita del credito al consumo. In rapporto al reddito disponibile l'indebitamento costituito da queste due componenti ha continuato ad aumentare, raggiungendo il 108 per cento alla fine dello scor-

so anno. Grazie all'aumento del valore delle attività finanziarie e reali, il rapporto tra lo stock del debito complessivo e queste ultime, che tra l'inizio del 2000 e l'inizio del 2003 era aumentato di oltre cinque punti percentuali, lo scorso anno si è ridotto di 0,5 punti, fino al 18 per cento.

Fig. A11

STATI UNITI: TASSI D'INTERESSE SUI MUTUI IPOTECARI, PREZZI DELLE ABITAZIONI E MUTUI RINEGOZIATI
(dati trimestrali)



Fonte: Freddie Mac, Mortage Bankers Association of America, Office of Federal Housing Enterprise Oversight e Thomson Financial Datastream.

(1) Mutui concessi nell'ambito di operazioni di rinegoziazione; miliardi di dollari (scala di sinistra). – (2) Prezzi delle abitazioni unifamiliari a cui sono associati mutui acquistati dalle agenzie federali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente (scala di destra). – (3) Valori percentuali (scala di destra).

Le spese per interessi e per l'ammortamento del capitale sono rimaste stabili dall'inizio dello scorso anno come quota del reddito disponibile, poco al di sopra del 13 per cento; tali livelli del servizio del debito costituiscono un massimo storico.

L'inchiesta triennale sulle condizioni finanziarie delle famiglie condotta dalla Riserva federale nel 2001 consente di confrontare la situazione patrimoniale dei nuclei familiari proprietari dell'abitazione con quella delle famiglie che abitano in locazione: tra il 1992 e il 2001 la quota percentuale dei nuclei proprietari è salita dal 64 al 68 per cento del totale.

Il reddito mediano dei proprietari è più che doppio rispetto a quello degli affittuari; inoltre, tra il 1992 e il 2001 il reddito mediano degli affittuari è cresciuto complessivamente del 17 per cento in termini reali, quello dei proprietari del 21.

Le fonti di reddito dei due gruppi sono differenti: le entrate da dividendi, interessi e lavoro autonomo rappresentano il 28 per cento del reddito dei proprietari e solo l'8 per cento di quello degli affittuari. I trasferimenti pubblici rappresentano il 28 per cento del reddito degli affittuari, ma solo il 9 per i proprietari. Di conseguenza, i proprietari sono particolarmente sensibili all'andamento dei prezzi delle attività finanziarie; gli affittuari sono più esposti al rischio di una riduzione della spesa sociale (tav. A4).

Le passività finanziarie dei proprietari sono costituite principalmente da mutui ipotecari, generalmente a lungo termine e a tasso d'interesse fisso; quelle degli affittuari da carte di credito, finanziamenti per acquisto di autoveicoli e prestiti per studio, il cui onere è strettamente connesso con i rendimenti a breve termine.

Tav. A4

STATI UNITI: PASSIVITÀ FINANZIARIE E FONTI DI REDDITO DELLE FAMIGLIE

(quote percentuali)

Voci	Proprietari	Affittuari
	Tipo di passività finanziaria (1)	
Mutui ipotecari	82	–
Carte di credito	7	40
Finanziamenti per acquisto di mezzi di trasporto (2)	9	36
Prestiti per studenti	1	20
Prestiti personali	2	4
	Fonti di reddito (3)	
Retribuzioni	53	63
Dividendi, interessi e lavoro autonomo	28	8
Trasferimenti e assistenza sanitaria "Medicare"	9	23
Oneri sociali e assistenza sanitaria "Medicaid"	9	7

Fonte: *Federal Reserve Bulletin*, ottobre 2003.
(1) Dati relativi alla media degli anni 1990-2002. – (2) Autoveicoli, imbarcazioni e "case mobili" (caravan). – (3) Dati relativi al 2001.

La Riserva federale elabora anche un coefficiente di "onere finanziario" delle famiglie, che alla spesa per interessi in senso stretto aggiunge altre voci di spesa come il canone di affitto dell'abitazione, le imposte e le polizze assicurative sulla casa, il canone di noleggio dell'automobile acquisita in leasing. Come quota del reddito disponibile tale coefficiente è molto più elevato per gli affittuari (29 per cento) che per i proprietari (14 per cento): il maggiore onere per gli affittuari è dovuto per circa nove punti percentuali alle spese per l'abitazione e per cinque punti alle spese per interessi sul credito al consumo. Tra il 1992 e il 2001 il coefficiente di "onere finanziario" dei proprietari è salito di due punti percentuali, quello degli affittuari di 6,8 punti. La differenza è riconducibile principalmente alle diverse dinamiche del reddito disponibile: in termini nominali, il reddito medio degli affittuari è cresciuto complessivamente del 22 per cento, quello dei proprietari del 60.

Nel breve periodo la vulnerabilità dei bilanci delle famiglie a variazioni dei prezzi delle attività appare limitata.

Un eventuale rialzo dei rendimenti a lungo termine non penalizzerebbe le famiglie in quanto i mutui ipotecari sono, nella loro quasi totalità, a tasso fisso. Sarebbero, invece, più vulnerabili le famiglie non proprietarie dell'abitazione, che hanno contratto soprattutto debiti a tasso variabile.

In un'economia in cui i mutui ipotecari sono a tasso fisso, il rischio d'interesse è traslato sugli intermediari finanziari che hanno concesso i prestiti e, nella misura in cui questi vengono cartolarizzati, sugli investitori che li acquistano. Nel caso degli Stati Uniti questo rischio in ultima istanza fa capo alle agenzie specializzate nei mutui ipotecari (Fannie Mae e Freddie Mac) e agli intermediari creditizi (banche commerciali e casse di risparmio); queste due categorie di istituzioni detengono infatti, direttamente o sotto forma di mutui cartolarizzati, una quota elevata del debito ipotecario in essere.

Le agenzie specializzate e le banche si coprono dal rischio d'interesse facendo ampio uso di strumenti derivati. Tuttavia, il numero di controparti è relativamente ridotto e i contratti, principalmente swap su tassi d'interesse, non sono scambiati su mercati organizzati. Di conseguenza, come sottolineato in più occasioni da esponenti della Riserva federale, in caso di turbolenza alcuni operatori potrebbero avere difficoltà a rispettare i contratti; pertanto, le due agenzie, pur avendo eliminato il rischio d'interesse, avrebbero assunto un rischio di controparte.

I mercati valutari e finanziari nei paesi nuovi membri della UE

Nel 2003 le condizioni sui mercati valutari e finanziari dei paesi che dal 1° maggio scorso sono entrati a far parte della UE sono divenute meno distese. Negli anni precedenti i progressi nella convergenza economica avevano favorito ingenti afflussi di capitali esteri, determinando l'apprezzamento delle valute e una riduzione dei differenziali d'interesse; lo scorso anno queste tendenze si sono arrestate. Il permanere di squilibri nelle finanze pubbliche e nei conti con l'estero ha provocato, in alcuni paesi, tensioni sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse (cfr. il capitolo: *La congiuntura e le politiche economiche*).

Le valute dei tre maggiori paesi tra i nuovi membri della UE (Polonia, Repubblica ceca e Ungheria) hanno subito pressioni al ribasso di diversa entità, connesse anche con il regime di cambio in vigore (cfr. il riquadro: *I tassi di cambio dei nuovi membri della UE: aspetti istituzionali ed evoluzione recente,* in *Bollettino Economico,* n. 42, 2004). Nella Repubblica ceca, che ha conseguito un grado di convergenza economica più elevato, le condizioni sono rimaste nel complesso stabili: dall'inizio del 2003 allo scorso aprile la corona si è deprezzata del 4 per cento nei confronti dell'euro; il differenziale d'interesse a breve termine con l'euro, pressoché nullo dalla seconda metà del 2002, è rimasto invariato. In Polonia è proseguita la tendenza calante dello zloty, che tra l'inizio del 2003 e lo scorso aprile ha perso il 16 per cento del suo valore, per effetto anche dei timori connessi con il peggioramento dei conti pubblici; il differenziale d'interesse a breve termine con l'euro è rimasto stabile intorno a tre punti percentuali. In Ungheria, dove vige un regime di cambio incentrato sull'euro con banda di fluttuazione, le autorità hanno contrastato con determinazione le forti pressioni al ribasso sul fiorino manifestatesi dopo che, nel mese di giugno,

esse avevano annunciato una contenuta svalutazione della parità centrale nei confronti dell'euro; nelle settimane successive all'annuncio la banca centrale ha aumentato i tassi di riferimento di tre punti percentuali, portandoli al 9,5 per cento. In novembre nuove pressioni al ribasso hanno indotto le autorità a innalzare i tassi d'interesse di altri tre punti percentuali, fino al 12,5 per cento. Nei primi mesi del 2004 le pressioni speculative si sono attenuate e il cambio del fiorino si è stabilizzato. I tassi di riferimento sono stati diminuiti di cento punti base. Complessivamente, dall'inizio del 2003 ad aprile dell'anno in corso, il fiorino si è deprezzato del 6 per cento.

In Ungheria, nonostante il deprezzamento del cambio nei confronti dell'euro, dall'inizio del 2003, per effetto dell'apprezzamento del fiorino rispetto al dollaro, la competitività si è ridotta del 3 per cento. Nello stesso periodo in Polonia, dove il deprezzamento nei confronti dell'euro è stato più accentuato, la competitività ha registrato un miglioramento prossimo al 10 per cento; nella Repubblica ceca il guadagno è stato marginale, dell'ordine dell'1 per cento.

I dieci paesi nuovi membri della UE potranno chiedere di entrare negli accordi di cambio (SME2) e, una volta rispettati i criteri stabiliti dal trattato di Maastricht, adottare l'euro. All'interno dello SME2 dovrà essere concordata, su base multilaterale, una parità centrale delle valute dei nuovi membri nei confronti dell'euro dalla quale questi paesi non dovranno scostarsi in misura significativa, per rispettare il criterio della "stabilità del cambio". Sebbene il meccanismo valutario garantisca un margine di flessibilità grazie alle ampie bande di oscillazione (±15 per cento), la scelta della parità centrale riveste grande importanza: se questa fosse sopravvalutata si potrebbero avere effetti deflativi; se sottovalutata, si potrebbe generare un surriscaldamento dell'economia. Applicando la metodologia Vector Error Correction Model al tasso di cambio reale di Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria si può determinare un intervallo all'interno del quale collocare la parità centrale, tenendo conto delle relazioni di lungo periodo che intercorrono tra il cambio reale e alcune grandezze macroeconomiche: il differenziale di produttività, la posizione netta sull'estero, il grado di apertura dell'economia e il differenziale dei tassi d'interesse reali. Pur con le notevoli cautele imposte dallo scarso numero di osservazioni disponibili, che riducono l'affidabilità delle stime, e dalle ipotesi tecniche sottostanti questo tipo di analisi, i risultati suggeriscono che nel quarto trimestre del 2003, per i paesi considerati non si riscontravano significativi disallineamenti tra le quotazioni di mercato del tasso di cambio con l'euro e i tassi di cambio di equilibrio corrispondenti alle grandezze macroeconomiche considerate nel modello.

I mercati valutari e finanziari negli altri paesi emergenti

Nel 2003 le condizioni sui mercati finanziari dei principali paesi emergenti sono divenute più distese e si è realizzata una riduzione significativa dei differenziali d'interesse rispetto ai titoli del Tesoro statunitense; il calo è stato particolarmente accentuato in Brasile e, dalla primavera, in Turchia. Molti paesi hanno conseguito importanti progressi nella riduzione dell'in-

flazione e nel riequilibrio delle finanze pubbliche e dei conti con l'estero. Tuttavia, la riduzione dei premi per il rischio è stata generalizzata e ha favorito, con diminuzioni più rilevanti, anche paesi con merito di credito più basso; secondo gli organismi internazionali, ciò lascerebbe supporre che la riduzione dei premi sarebbe riconducibile principalmente alla liquidità internazionale, particolarmente abbondante, e solo in misura minore al miglioramento delle condizioni economiche di fondo di questi paesi. Nei primi mesi del 2004 in alcuni paesi i premi per il rischio sono aumentati in misura consistente, riflettendo il rafforzarsi delle attese di una svolta restrittiva della politica monetaria statunitense.

In Asia il differenziale di rendimento tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi è aumentato nella prima parte dell'anno in connessione con il deterioramento del quadro politico internazionale, raggiungendo un valore massimo di 4,5 punti percentuali. Dalla metà di marzo lo spread ha iniziato a calare, fino a 3,1 punti percentuali in ottobre; da allora è lievemente risalito e, attualmente, si colloca a 3,8 punti (fig. A12). Favoriti dalla ripresa ciclica, i mercati azionari asiatici hanno registrato aumenti molto elevati: dall'inizio del 2003 alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso, essi sono stati compresi tra il 22 per cento della Malesia e il 70 della Tailandia. I tassi di cambio di quei paesi dove vige un regime di "fluttuazione controllata" hanno registrato variazioni assai contenute. Hong Kong, Malesia e Cina hanno continuato la loro politica di ancoraggio al dollaro; in quest'ultimo paese le autorità stanno valutando la possibilità di introdurre elementi di maggiore flessibilità nel regime di cambio, anche al fine di conseguire un migliore controllo della liquidità interna.

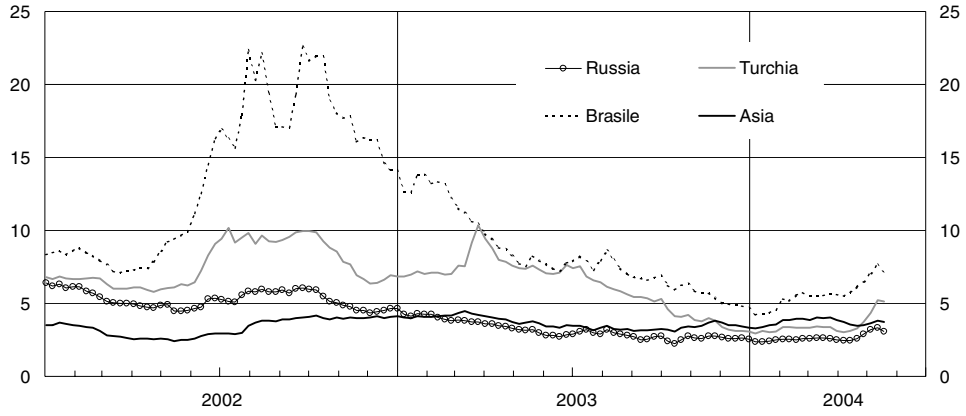
In Brasile, grazie al rigore delle politiche macroeconomiche e strutturali, nel 2003 è proseguito il calo del differenziale di rendimento tra i titoli pubblici denominati in dollari e i corrispondenti titoli statunitensi, avviatosi nell'autunno dell'anno precedente. Dall'inizio del 2003, quando si è insediato il nuovo governo, il differenziale è sceso di oltre dieci punti percentuali e all'inizio dell'anno in corso era pari a 4,1 punti, valore storicamente basso. Da allora è risalito, risentendo anche della possibilità che negli Stati Uniti la politica monetaria divenga meno accomodante; alla fine della seconda decade di maggio era pari a sette punti. Il tasso di cambio della valuta brasiliana nei confronti del dollaro, dopo essersi apprezzato di circa il 20 per cento nei primi quattro mesi dello scorso anno, si è stabilizzato attorno a 2,9 real. Lo scorso dicembre l'FMI ha concesso al Brasile una proroga dei termini di rimborso del prestito concesso nel settembre 2002 e ne ha aumentato l'importo.

L'Argentina, che non ha ancora risolto il problema della ristrutturazione del proprio debito pubblico dopo l'insolvenza del dicembre 2001, continua a essere esclusa dal mercato internazionale dei capitali.

Fig. A12

DIFFERENZIALE TRA IL RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI A LUNGO TERMINE 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 19 maggio.

Lo scorso settembre il governo ha concordato con l'FMI un piano triennale di assistenza finanziaria, per un importo di 12,5 miliardi di dollari, che ha consentito al paese di evitare l'insolvenza verso le istituzioni internazionali. Dopo l'accordo, le autorità argentine hanno presentato una proposta di ristrutturazione del debito pubblico, per un ammontare nominale pari a circa 100 miliardi di dollari, che prevede una decurtazione del 75 per cento del suo valore facciale, accolta con sfavore dai creditori; soltanto nello scorso marzo, nell'ambito dei negoziati con l'FMI, il governo si è impegnato a riprendere le trattative con le rappresentanze dei creditori.

Nel corso del 2003 il cambio tra il peso argentino e il dollaro ha mostrato un'elevata correlazione con quello tra il real brasiliano e la valuta statunitense: da gennaio ad aprile la valuta argentina si è apprezzata del 19 per cento, successivamente si è stabilizzata intorno al livello di 2,9 pesos.

In Messico è proseguito, pur con ampie oscillazioni, il deprezzamento del tasso di cambio del peso nei confronti del dollaro, che dall'inizio del 2003 a oggi ammonta al 10,5 per cento. Tale tendenza, avviatasi nel secondo trimestre del 2002, sarebbe riconducibile in parte a pressioni al ribasso connesse col peggioramento della posizione competitiva del paese sul mercato statunitense, indotto dalla forte concorrenza della Cina. Dall'inizio del 2003 sono tuttavia migliorate le condizioni di accesso ai mercati internazionali dei capitali: il differenziale di rendimento dei titoli pubblici messicani denominati in dollari è infatti diminuito di 1,3 punti percentuali, a due punti.

In Turchia, nei primi mesi del 2003 l'incertezza connessa con il conflitto in Iraq aveva causato un aumento del differenziale di rendimento dei titoli pubblici denominati in dollari pari a sei punti rispetto alla fine dell'anno precedente. Da aprile 2003, grazie anche al miglioramento del quadro economico e al sostegno finanziario concesso dall'FMI e dagli Stati Uniti, il differenziale, nonostante i gravi attentati terroristici dello scorso novembre, si è gradualmente ridotto fino a toccare un minimo di 2,3 punti alla metà di aprile dell'anno in corso; nelle settimane successive esso è risalito; alla fine della seconda decade di maggio era pari a cinque punti. Pur continuando a collocare la Turchia nella categoria dei paesi a "rischio elevato", lo scorso luglio l'agenzia di rating Standard & Poor's ha migliorato la propria valutazione del debito pubblico turco di una classe di merito. Tra l'inizio del 2003 e la fine dello scorso marzo il cambio della lira turca nei confronti del dollaro si era apprezzato del 25 per cento; da allora ha perso il 15 per cento.

In Russia i mercati finanziari hanno beneficiato dell'accelerazione dell'attività economica. Nel corso del 2003 lo spread dei titoli pubblici in valuta è calato di oltre due punti percentuali, stabilizzandosi, nei primi mesi dell'anno in corso, attorno a tre punti. Dall'inizio del 2003, il tasso di cambio nei confronti del dollaro si è apprezzato del 9 per cento.

L'azione per la prevenzione e la risoluzione delle crisi finanziarie internazionali

Nel 2003 l'FMI ha rallentato la concessione di finanziamenti ai paesi membri e rafforzato la propria azione di prevenzione basata sulla sorveglianza. Sul fronte della risoluzione delle crisi, dopo aver accantonato l'ipotesi di un intervento normativo da attuare attraverso un trattato internazionale (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM), la comunità ufficiale ha indirizzato i propri lavori verso soluzioni più orientate al mercato. In questo quadro sono proseguite le iniziative volte a promuovere forme contrattuali che agevolino l'aggregazione dei creditori privati e la loro rappresentanza e prevengano azioni legali da parte di minoranze di creditori nel processo di ristrutturazione del debito; ha preso inoltre avvio un dibattito sulla definizione di un "codice di condotta" per creditori e debitori nei negoziati per la ristrutturazione del debito sovrano, al quale aderire su base volontaria.

Il Fondo monetario internazionale. – Nel 2003 e fino al primo trimestre del 2004 l'FMI ha erogato nuovi finanziamenti a 23 paesi per com-

plessivi 13,3 miliardi di DSP (pari a 19,5 miliardi di dollari), circa un terzo dell'ammontare del 2002. I principali beneficiari sono stati l'Argentina (9 miliardi di DSP) e la Colombia (1,5 miliardi); la parte rimanente è stata in prevalenza erogata a paesi a basso reddito pro capite, attraverso la Poverty Reduction and Growth Facility.

Il 26 marzo 2004 il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha completato il sesto esame del programma in favore del Brasile (approvato nel settembre 2002 e pari a 40,2 miliardi di dollari). In quell'occasione si è deciso di stanziare altri 1,3 miliardi di dollari, riconoscendo i progressi compiuti dal paese nella realizzazione delle misure correttive richieste dal Fondo. Le autorità brasiliane si sono impegnate a proseguire l'azione intrapresa e hanno espresso l'intenzione di non effettuare tiraggi sui fondi messi a disposizione se non in caso di reale necessità, con ciò sottolineando la natura "precauzionale" del prestito. L'esposizione dell'FMI nei confronti di quel paese tenderà a rimanere assai elevata (oltre il 700 per cento della quota) nei prossimi anni.

La consistenza dei crediti netti dell'FMI è rimasta sostanzialmente immutata rispetto alla fine del 2002. Alla fine di marzo 2004 essa era pari a 69,5 miliardi di DSP (102,9 miliardi di dollari), poco meno del 4 per cento del debito estero complessivo dei paesi emergenti. La concentrazione geografica dei crediti dell'FMI ha continuato a crescere, con il conseguente appesantimento dei rischi patrimoniali e reddituali di quell'istituzione. Sempre alla fine dello stesso mese i primi cinque paesi prenditori (nell'ordine: Brasile, Turchia, Argentina, Indonesia e Russia) rappresentavano il 77,5 per cento dei crediti in essere, 1,8 punti in più rispetto alla fine del 2002.

La sorveglianza del Fondo monetario ha continuato ad articolarsi su più livelli: "multilaterale" (basato sul *World Economic Outlook* e sul *Global Financial Stability Report*); "regionale" (volto a esaminare le politiche perseguite da organismi sovranazionali quali le unioni monetarie); "bilaterale", che si esplica attraverso consultazioni regolari con i paesi membri, in accordo con quanto previsto dall'articolo IV dello Statuto.

Nell'ambito della sorveglianza multilaterale e regionale, l'FMI ha dedicato risorse crescenti all'analisi delle ramificazioni globali di accadimenti nei paesi di "rilevanza sistemica", sia avanzati sia emergenti, e rafforzato la cooperazione con altri organismi deputati alla stabilità finanziaria (il Financial Stability Forum, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e la International Organization of Securities Commission, IOSCO).

*Nell'ambito della più tradizionale sorveglianza bilaterale l'FMI ha esteso le analisi di sostenibilità del debito a paesi non beneficiari di programmi di assistenza finanziaria; ha promosso un maggiore utilizzo dei dati di contabilità finanziaria (*balance sheet analysis*) a fini di sorveglianza; ha avviato una valutazione critica dell'impatto delle pro-*

prie raccomandazioni sulle politiche economiche dei paesi membri. Nel gennaio 2004 il Consiglio di amministrazione dell'FMI ha stabilito di accrescere il novero di informazioni statistiche che i paesi membri sono tenuti a fornire a fini di sorveglianza.

Procede la predisposizione di rapporti sull'osservanza di standard e codici internazionali (Report on the Observance of Standards and Codes, ROSC) da parte dei paesi membri: alla fine di marzo 2004 l'FMI aveva completato 492 ROSC per 101 paesi, fra cui l'Italia. Si è altresì intensificata la partecipazione dei paesi ai programmi di valutazione del settore finanziario (Financial Sector Assessment Program, FSAP): alla fine di marzo 61 paesi avevano completato il programma; altri 28 FSAP erano in corso di svolgimento e 18 nuovi paesi avevano annunciato l'intenzione di parteciparvi, fra questi l'Italia.

Le clausole di azione collettiva. – Le clausole di azione collettiva (CAC) consentono a una maggioranza qualificata di creditori di apportare modifiche alle condizioni del prestito vincolanti per tutti i detentori dei titoli.

Nel settembre 2002 un gruppo di lavoro del G-10 aveva raccomandato che le decisioni in materia di ristrutturazione del debito venissero prese da una maggioranza qualificata compresa tra il 66 e il 75 per cento dello stock di debito in essere e che i poteri di rappresentanza dei detentori dei titoli venissero rafforzati. I governi della UE hanno ribadito l'impegno a stimolare la diffusione delle CAC, includendole nei propri titoli di Stato denominati in valuta e governati da legislazioni estere, sulla base dello standard raccomandato dal G-10. Il 16 giugno 2003 la Repubblica italiana ha introdotto le CACs nella documentazione dei propri titoli da emettere sulla piazza di New York e governati da quella legge; successivamente e fino ad aprile 2004 l'Italia ha effettuato 6 nuove emissioni in valuta su quella piazza, per complessivi 11 miliardi di dollari. L'FMI e la Banca Mondiale hanno espressamente raccomandato ai paesi membri l'inclusione delle CAC nei titoli di debito emessi all'estero.

Nel periodo gennaio 2003 – marzo 2004 i paesi emergenti hanno effettuato 77 nuove emissioni internazionali di titoli di debito sovrano contenenti CAC, contro le 17 effettuate nei 15 mesi precedenti; il controvalore corrispondente è passato da 9 a 51,6 miliardi di dollari, pari al 72,3 per cento delle emissioni complessivamente effettuate nello stesso periodo dai paesi in questione (22,1 per cento nei 15 mesi precedenti). I considerevoli progressi nella diffusione delle CAC sono principalmente imputabili alle nuove emissioni effettuate sotto la giurisdizione della piazza di New York, quantitativamente la più rilevante, che rappresenta circa il 63 per cento dei titoli emessi dai paesi emergenti. Secondo stime dell'FMI, alla fine di marzo 2004 il valore facciale dei titoli emessi da paesi emergenti e contenenti CAC era di 141 miliardi di dollari, pari al 39 per cento di quelli complessivamente emessi da quei paesi.

Il codice di condotta. – Sul fronte del codice di condotta i progressi stentano a manifestarsi. I lavori in questo senso sono stati avviati da un gruppo di lavoro ristretto guidato dalla Banca di Francia e dall'Institute of International Finance (IIF); sono proseguiti sotto l'egida del G-20, nel cui

ambito un gruppo di lavoro composto da rappresentanti di alcuni dei maggiori paesi prenditori (Brasile, Corea e Messico) e del settore privato ha ricevuto il mandato di preparare una bozza del codice. Sono tuttavia emerse forti divergenze tra paesi emergenti e creditori sui contenuti specifici del codice, fatto salvo l'accordo sui principi generali (volontarietà, flessibilità, bilanciamento degli interessi in gioco). I punti più controversi riguardano, in particolare, gli obblighi di trasparenza a carico dei debitori e le caratteristiche e le prerogative dei comitati dei creditori.

Secondo i rappresentanti del settore privato, il codice di condotta costituirebbe uno strumento utile a fini di prevenzione delle crisi e non solo per la loro risoluzione. In questo quadro si inscrive la proposta di creare comitati consultivi permanenti, composti da esponenti di primo piano del mondo bancario e finanziario, che interagiscano con le autorità dei paesi emergenti. Inoltre, il codice dovrebbe prevedere la costituzione di appositi comitati dei creditori successivamente alla dichiarazione di insolvenza da parte del paese debitore; la composizione e il ruolo di tali comitati andrebbero decisi caso per caso. Infine, è stato suggerito un meccanismo per verificare il grado di osservanza del codice al fine di accrescerne la credibilità. Secondo alcuni paesi emergenti, invece, l'utilizzo del codice a fini di prevenzione delle crisi sarebbe inopportuno, così come ogni modifica dei poteri negoziali in favore dei creditori. In particolare, è stata espressa contrarietà all'idea di (i) innalzare gli obblighi di trasparenza verso il settore privato, oltre quelli già previsti dagli standard accettati internazionalmente; (ii) costituire comitati consultivi permanenti – a causa di possibili problemi di rappresentatività dei creditori coinvolti, nonché del possibile abuso di informazioni sensibili da parte di questi comitati; (iii) costituire in via automatica comitati dei creditori dopo un default sovrano; (iv) istituire meccanismi di monitoraggio ritenuti incompatibili con la natura volontaria del codice. Secondo questi paesi, il codice di condotta dovrebbe ammettere un ampio numero di comportamenti senza però raccomandare opzioni specifiche.

Nel quadro delle altre iniziative ufficiali volte a facilitare la risoluzione ordinata delle crisi, nell'ottobre dello scorso anno il Club di Parigi ha convenuto sull'adozione di un nuovo approccio ai problemi di sostenibilità del debito per i paesi che non beneficiano dell'iniziativa HIPC (Highly Indebted Poor Countries). Il nuovo approccio prevede che le decisioni dei paesi creditori aderenti al Club siano in futuro più strettamente coordinate con quelle dell'FMI e si basino maggiormente sulle valutazioni di sostenibilità effettuate da quell'istituzione.

In particolare, il Club di Parigi continuerà ad alleviare, nei termini e nelle forme attualmente previste, l'onere del servizio del debito di paesi con problemi di temporanea illiquidità, ma il cui debito è ancora sostenibile nel medio termine. Nei casi in cui la situazione debitoria risulti non sostenibile, il Club potrà garantire inizialmente (per un periodo da 1 a 3 anni) un riscadenzamento dei pagamenti in favore di paesi che abbiano stipulato un programma di assistenza finanziaria con l'FMI, e considerare una ristrutturazione dei propri crediti solo in una fase successiva, sulla base di ulteriori analisi di sostenibilità effettuate dal Fondo e dell'adempimento, da parte del paese debitore, delle proprie obbligazioni verso il Club.

I FLUSSI COMMERCIALI E FINANZIARI INTERNAZIONALI

Il commercio internazionale

La ripresa del commercio mondiale, in atto dal 2002, si è intensificata nella seconda metà del 2003, traendo impulso principalmente dall'accelerazione dell'attività economica negli Stati Uniti e in Asia. Gli scambi di beni e servizi valutati a prezzi costanti, stazionari nel 2001 e aumentati del 3,1 per cento nel 2002, nello scorso anno sono cresciuti del 4,5 per cento, un tasso ancora al di sotto di quello medio dell'ultimo decennio (6,5 per cento; tav. aA4).

Il ritmo di sviluppo dell'interscambio dei soli beni è salito al 5,2 per cento nel 2003, dal 3,1 nel 2002, sostenuto dalla ripresa del ciclo mondiale degli investimenti. A tale impulso si è accompagnata l'accresciuta domanda, soprattutto da parte dei paesi asiatici emergenti, di fonti energetiche e di materie prime per l'industria. Poiché l'offerta di questi prodotti è relativamente rigida nel breve periodo, ne sono derivati, soprattutto nella seconda metà dell'anno, rialzi delle loro quotazioni (cfr. il paragrafo: *I prezzi delle materie di base*).

Nell'ultimo biennio la crescita del commercio è stata solo leggermente superiore a quella del prodotto mondiale, a fronte di valori circa doppi nella media dell'ultimo ventennio. La bassa elasticità del commercio rispetto all'attività economica è da ricondurre soprattutto al ristagno nei paesi dell'area dell'euro, la cui quota sulle importazioni mondiali di beni e servizi (31 per cento) è circa doppia di quella sul prodotto globale (15,9).

I paesi dell'Asia, incluso il Giappone, hanno registrato, come nel 2002, un'espansione delle esportazioni molto più forte di quella delle altre principali economie e aree. L'elevata dinamica ha riflesso, data la forte integrazione commerciale tra le economie della regione, l'accelerazione dell'attività economica, in particolare in Cina e in Giappone. Un impulso è provenuto dal rafforzamento del ciclo internazionale nel settore dei beni a tecnologia avanzata, di cui i paesi della regione sono importanti esportatori. Le vendite all'estero dei paesi asiatici hanno, inoltre, continuato a essere favorite dalla loro elevata competitività di prezzo, preservata attraverso strategie di ancoraggio delle loro valute a quella statunitense (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

La crescita delle esportazioni di beni e servizi del Giappone, pari al 10 per cento, ha continuato a beneficiare soprattutto della forte espansione dei flussi verso gli altri paesi asiatici. I comparti dei beni capitali e degli altri prodotti a tecnologia avanzata, che rappresentano complessivamente circa la metà delle vendite all'estero, hanno registrato la ripresa più elevata. All'accelerazione delle esportazioni di beni dei PVS dell'Asia, dall'11,5 al 14,7 per cento, hanno contribuito soprattutto quelle della Cina, aumentate del 35 per cento in valore. Proseguendo una tendenza avviata nello scorso decennio, le produzioni della Cina hanno conseguito, nel 2003, i maggiori guadagni di quote di mercato nei paesi industriali, in particolare negli Stati Uniti e nella UE; il fenomeno riflette lo spiazzamento sia dei produttori di altri paesi emergenti (ad esempio, il Messico sul mercato statunitense) sia di quelli di alcuni paesi industriali (ad esempio, l'Italia sul mercato tedesco).

La ripresa delle esportazioni ha interessato lo scorso anno anche gli Stati Uniti, che hanno beneficiato dei guadagni di competitività accumulati nell'ultimo biennio, e i PVS delle altre principali regioni, che, in quanto esportatori netti di prodotti primari, hanno tratto vantaggio anche da un miglioramento delle ragioni di scambio.

Negli Stati Uniti, dopo un biennio di contrazione, le esportazioni di beni e servizi sono tornate a crescere nel 2003, al ritmo del 2 per cento. La ripresa dei flussi, concentrata nell'ultima parte dell'anno, ha riguardato tutti i principali comparti e mercati. Nonostante la ripresa della domanda degli Stati Uniti, nel resto del Nord America l'andamento delle esportazioni è stato negativo; in Canada ha risentito soprattutto dell'apprezzamento del dollaro canadese nei confronti di quello statunitense, in Messico della generalizzata debolezza dell'attività nel settore manifatturiero.

Per il terzo anno consecutivo si è registrato un rallentamento delle esportazioni dei paesi dell'area dell'euro, determinato principalmente dall'andamento delle vendite verso i paesi esterni all'area, che ha risentito negativamente dell'apprezzamento del tasso di cambio (cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*). Le esportazioni dei paesi dell'Europa centrale e orientale sono invece aumentate a ritmo sostenuto, riflettendo il proseguimento dell'integrazione dei loro sistemi produttivi con quelli dei paesi già membri della UE.

Le importazioni di beni e servizi dei paesi avanzati, valutate a prezzi costanti, sono aumentate del 3,5 per cento nel 2003 (2,3 nel 2002). A fronte di un incremento debole nei paesi dell'area dell'euro (1,7 per cento, da –0,1 nel 2002), l'andamento relativamente più sostenuto della domanda interna negli Stati Uniti e in Giappone ha sospinto la crescita delle importazioni, al 4 e 4,9 per cento, rispettivamente, dal 3,3 e 2 nel 2002. Nelle economie di recente industrializzazione dell'Asia l'accelerazione delle importazioni, 8,9 per cento, ha riflesso l'elevato ritmo di attività nei settori produttivi con forte vocazione all'esportazione.

L'accelerazione delle importazioni di beni nel complesso delle aree emergenti, 10,6 per cento dal 6,4 nel 2002, ha tratto impulso soprattutto dall'ulteriore rafforzamento di quelle nei PVS dell'Asia (al 16,2 per cento, dal 12,1 nel 2002). Quest'ultimo ha beneficiato, in particolare, dell'eccezionale espansione degli acquisti all'estero della Cina, che già nel 2002 pesavano per il 4,5 per cento sulle importazioni mondiali. Del loro aumento, stimato in valore intorno al 40 per cento (21 nel 2002), si sono avvantaggiati gli altri paesi asiatici, che hanno acquisito nell'ultimo decennio un peso rilevante quali fornitori di questo mercato (cfr. il capitolo: L'economia e la finanza internazionale *in* Bollettino Economico*, n. 41, 2003). Le importazioni dei paesi dell'Europa centrale e orientale sono aumentate del 13,9 per cento (8,8 nel 2002) e quelle dei paesi dell'ex URSS del 12 per cento (8,2 nel 2002); le importazioni hanno invece ristagnato in America latina, dopo una caduta complessiva dell'8,3 per cento nel precedente biennio.*

Nel 2003 gli Stati Uniti hanno registrato un deterioramento delle ragioni di scambio (beni e servizi) pari all'1,7 per cento, risentendo del deprezzamento del dollaro e dell'aumento delle quotazioni delle materie prime (tav. aA4). Le ragioni di scambio (beni e servizi) dei paesi dell'area dell'euro, nonostante il rincaro dei prodotti energetici, sono invece leggermente migliorate (0,8 per cento), beneficiando dell'apprezzamento dell'euro. Nelle aree emergenti, i PVS esportatori di petrolio e quelli esportatori di altre materie prime hanno registrato, per il secondo anno consecutivo, un miglioramento delle loro ragioni di scambio; in America latina il guadagno è stato del 3,5 per cento, in Africa dell'1,6 e in Medio Oriente dello 0,8. I PVS asiatici, le cui valute sono ancorate al dollaro e che sono importatori netti di materie prime ed esportatori di manufatti, hanno registrato una perdita di ragioni di scambio dell'1,6 per cento.

La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), svoltasi a Cancun nel novembre del 2003, si è conclusa senza raggiungere un'intesa tra i paesi membri (cfr. il riquadro: *La quinta riunione ministeriale dell'Organizzazione mondiale del commercio: esito e prospettive*, in *Bollettino Economico*, n. 41, 2003). Questa intesa avrebbe dovuto sancire il progresso del negoziato di liberalizzazione commerciale avviato a Doha nel 2001; il suo mancato raggiungimento ha quindi peggiorato le prospettive di una rapida conclusione dello stesso negoziato, inizialmente indicata per la fine del 2004 (cfr. il capitolo della sezione A: *I flussi commerciali e finanziari internazionali* nella Relazione sull'anno 2002*)*. Anche in occasione degli ultimi incontri dei ministri economici dei principali paesi industriali, svoltisi a Washington nell'aprile scorso, è stata ribadita l'importanza di superare l'attuale fase di stallo del negoziato, sottolineando il sostegno che tale intesa può fornire alla crescita del commercio e dell'economia mondiali nel lungo periodo. Vi è il rischio che tale stallo possa alimentare la recrudescenza del contenzioso internazionale in campo commerciale, con effetti negativi principalmente per i consumatori, e incentivare il ricorso

ad accordi di commercio preferenziale, che, oltre a essere meno efficienti ed equi dei trattati multilaterali, tendono a mantenere lo status quo in quei comparti, quali l'agricoltura, dove più radicate sono le pratiche di protezionismo commerciale da parte dei paesi industriali.

I prezzi delle materie di base

L'accelerazione dell'attività economica e l'indebolimento del dollaro hanno accentuato la tendenza al rialzo delle quotazioni delle materie prime avviatasi nel 2002. L'indice dei prezzi in dollari del petrolio e quello relativo alle materie prime non energetiche sono aumentati nella media del 2003 del 15,8 e 7,1 per cento, rispettivamente, dal 2,5 e 0,5 nel 2002 (tav. aA4). L'incremento relativo alle materie di base non energetiche è dovuto soprattutto alla ripresa delle quotazioni dei metalli (11,9 per cento nel 2003, a fronte di –12,5 nel complesso del precedente biennio), più reattive all'andamento del ciclo internazionale.

Aumenti più contenuti sono stati registrati dalle quotazioni dei beni alimentari e degli altri prodotti agricoli, pari, rispettivamente, al 5,9 e al 3,5 per cento. Essi sono peraltro da attribuirsi anche a specifici eventi negativi, che hanno comportato riduzioni dell'offerta da parte di alcuni paesi produttori, in particolare nei comparti del grano, della soia, della gomma e del cotone.

Per non subire una perdita di ragioni di scambio, i paesi produttori di materie prime hanno teso a compensare il deprezzamento del dollaro registrato nello scorso biennio con aumenti dei prezzi, quotati in dollari, delle materie di base.

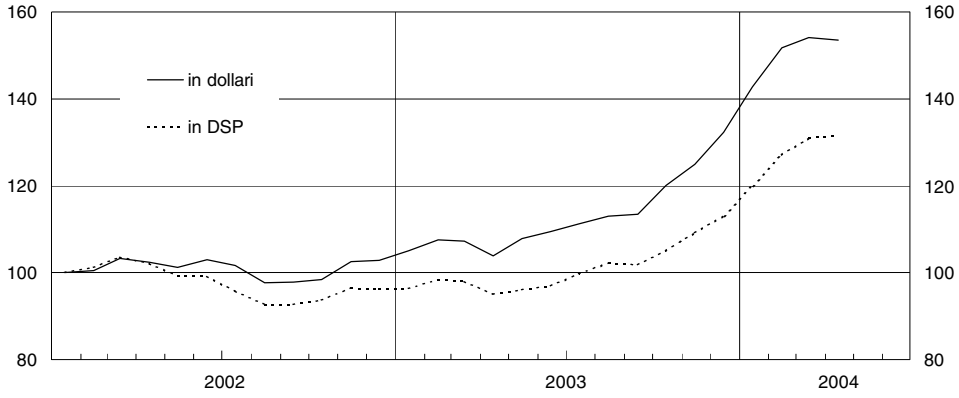
Nel 2003 l'indice dei prezzi espressi in dollari dei manufatti esportati dai paesi avanzati ha registrato un aumento del 14,5 per cento, a fronte di un incremento del 2,4 nel 2002 e di una tendenziale flessione nella seconda metà degli anni novanta. Il rialzo dei prezzi delle materie prime nel 2003 non è stato nel complesso superiore a quello dei prodotti manufatti.

Il rafforzamento della domanda internazionale nell'ultimo anno ha impresso una significativa accelerazione all'indice dei prezzi in dollari delle materie prime metallifere, salito complessivamente del 47,8 per cento tra aprile 2003 e lo stesso mese del 2004 (fig. A13). Esprimendo l'indice in diritti speciali di prelievo (DSP), l'unità di conto internazionale costituita da un paniere delle principali valute, l'aumento nello stesso periodo risulta pari al 38,5 per cento.

Fig. A13

INDICE DEI PREZZI DELLE MATERIE PRIME METALLIFERE

(gennaio 2002=100)



Fonte: FMI.

Un contributo rilevante è provenuto dalla espansione eccezionale della domanda della Cina, soprattutto nel comparto del ferro e del rame, dovuta alla sostenuta dinamica degli investimenti nell'edilizia privata e nelle infrastrutture pubbliche. Nel 2002 le quote della Cina sulle importazioni mondiali di rame e ferro avevano superato il 20 e il 15 per cento, rispettivamente. Nel comparto del rame e del nickel, che hanno registrato aumenti delle quotazioni nettamente superiori a quelli degli altri metalli (84,3 e 60,5 per cento, rispettivamente, tra aprile 2003 e lo stesso mese del 2004) si sono anche registrate tensioni dal lato dell'offerta dovute a scioperi dei minatori. Ai rialzi delle quotazioni dei metalli hanno contribuito anche le posizioni speculative costituite dai fondi d'investimento di alcuni paesi; questi avrebbero investito in titoli derivati sui metalli sia nell'aspettativa di forti rialzi delle quotazioni per effetto della ripresa congiunturale sia per coprirsi dalle perdite sulle attività in portafoglio denominate in dollari.

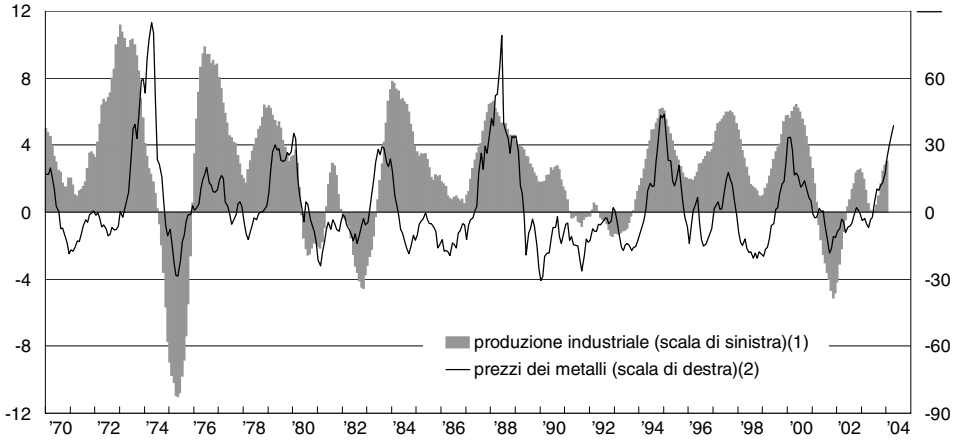
L'aumento dell'indice dei prezzi delle materie prime metallifere, espresso in DSP in modo da depurarlo della componente ascrivibile al deprezzamento del dollaro, si configura di intensità non superiore a quella registrata in corrispondenza di analoghe fasi di espansione dell'attività industriale mondiale (fig. A14).

La ripresa ciclica dei prezzi dei metalli avviatasi dal 2002 risulta finora meno accentuata di quella registrata alla fine degli anni ottanta e in linea con quelle dello scorso decennio. Durante la ripresa della fine degli anni ottanta (gennaio 1987 – giugno 1988), infatti, l'aumento cumulato dell'indice dei prezzi espressi in DSP fu superiore al 100 per cento, a fronte di un incremento del 57 e 36 per cento, rispettivamente, negli episodi di rincaro registrati nella prima metà e negli ultimi anni del decennio scorso (rispettivamente, nei periodi novembre 1993 – gennaio 1995 e gennaio 1999 – febbraio 2000). Nell'attuale fase di rialzo dei prezzi l'incremento registrato tra il minimo dell'ottobre 2001 e il livello dell'aprile 2004 è stato del 43,3 per cento.

Fig. A14

PREZZI DELLE MATERIE PRIME METALLIFERE E PRODUZIONE INDUSTRIALE NEI PAESI DELL'OCSE

(dati mensili; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: FMI e OCSE.

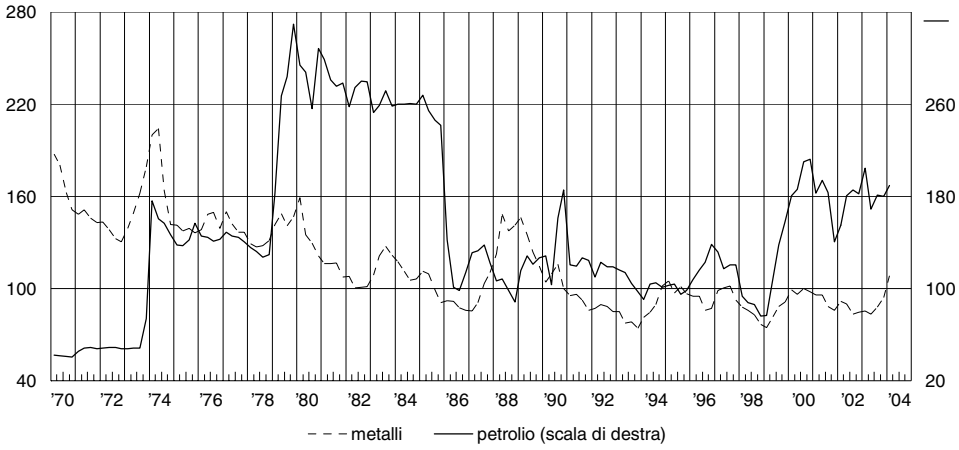
(1) Medie mobili centrate di 3 mesi. – (2) In DSP.

Mentre nelle precedenti fasi di rialzo ciclico l'incremento medio mensile dei prezzi si era collocato ben oltre il 2 per cento, segnando il valore più elevato nel ciclo della fine degli anni ottanta (oltre il 4 per cento mensile), durante l'attuale fase di ripresa la crescita mensile dei prezzi è stata finora pari in media all'1,2 per cento. Da aprile 2003 essa è tuttavia salita, al 2,8 per cento.

Fig. A15

PREZZI DEL PETROLIO E DELLE MATERIE PRIME METALLIFERE IN TERMINI REALI (1)

(dati trimestrali; indici:1995=100)



Fonte: FMI e OCSE.

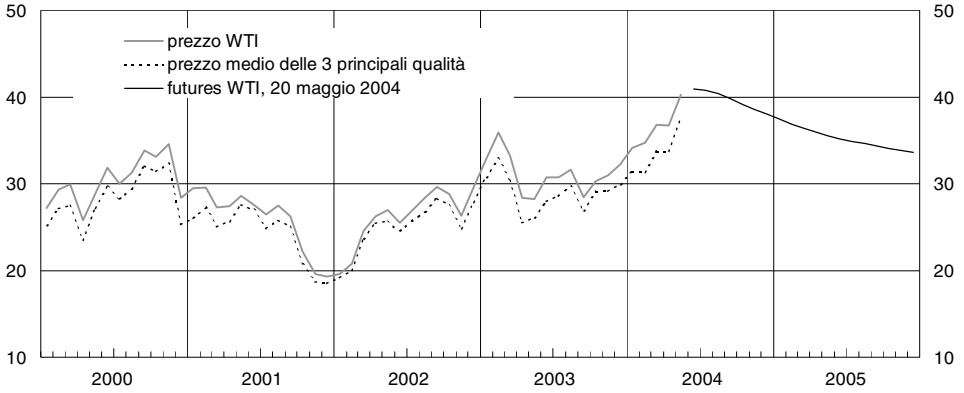
(1) Rapporto fra gli indici del prezzo del petrolio e delle materie prime espressi in dollari e la media ponderata dei deflatori (espressi in dollari) delle esportazioni di beni e servizi dei maggiori paesi industriali.

L'indice del prezzo dei metalli, rapportato a quello dei prezzi dei beni e servizi esportati dai maggiori paesi industriali, è aumentato, tra il quarto trimestre del 2001 e il primo del 2004, del 26,2 per cento, portandosi sul livello più elevato dal terzo trimestre del 1990 (fig. A15).

Le quotazioni del petrolio (media delle tre principali qualità) hanno sfiorato, nella media del 2003, i 29 dollari al barile, circa 4 dollari in più rispetto al 2002 (fig. A16).

Fig. A16

PETROLIO: PREZZI 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 2004, l'ultimo dato disponibile è del giorno 20. Le tre principali qualità sono Dubai, Brent e WTI.

Ai forti rincari del primo trimestre del 2003, fino a oltre 34 dollari al barile nella prima metà di marzo, hanno contribuito soprattutto le incertezze sull'evoluzione della crisi in Iraq. La successiva, repentina, caduta dei prezzi dopo l'inizio del conflitto, a 25,5 dollari in aprile, è stata tuttavia temporanea. Dopo aver oscillato nel corso dell'estate, dalla fine di settembre, sospinti dalla ripresa dell'attività economica mondiale più intensa del previsto e dal persistere delle tensioni in Medio Oriente, i prezzi sono tornati ad aumentare in modo continuativo.

Nei primi mesi del 2004 le quotazioni del petrolio hanno registrato ulteriori forti incrementi, in un contesto di variabilità elevata, raggiungendo in marzo circa 34 dollari; al rialzo ha contribuito l'annuncio della decisione dei paesi dell'OPEC di ridurre, dal 1° aprile, il livello-obiettivo della produzione del cartello. Lo scorso 20 maggio le quotazioni (media delle tre principali qualità) si collocavano a 38,5 dollari. Secondo le indicazioni implicite nei contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX il 20 maggio scorso, i prezzi dovrebbero gradualmente scendere, dall'attuale livello di 41 dollari, fin sotto i 38 all'inizio del 2005.

All'aumento delle quotazioni del petrolio negli ultimi tre trimestri ha contribuito il permanere di tensioni nell'offerta, connesse con la crisi in Medio Oriente.

Secondo le statistiche più recenti pubblicate dall'International Energy Agency (IEA), all'espansione della domanda mondiale di petrolio nel 2003, pari a circa il 2 per cento, avrebbe concorso per circa il 35 per cento la Cina, seguita dai paesi del Nord America (quasi il 30 per cento) e dal resto dell'Asia (quasi il 20 per cento). Nella prima metà del 2004 l'aumento della domanda globale si sarebbe portato al 2,8 per cento rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, eccedendo ampiamente le stime di crescita fornite ancora all'inizio dell'anno in corso.

Le tensioni sui prezzi hanno riflesso, in primo luogo, la grave situazione politica in Medio Oriente, in particolare in Iraq. La produzione in questo paese, dopo essersi pressoché annullata nel secondo trimestre del 2003, ha registrato una ripresa più difficile del previsto, tornando solo recentemente su un livello analogo a quello del 2002. Gli altri paesi dell'OPEC hanno più che compensato la riduzione della produzione irachena e venezuelana, espandendo la loro del 9,8 per cento nel 2003, contribuendo per oltre il 90 per cento all'aumento dell'offerta mondiale. Ne è derivata una drastica diminuzione della capacità produttiva inutilizzata nei paesi del cartello (da 4,7 milioni di barili al giorno nel dicembre del 2002 a circa 2 milioni, per una quota inferiore al 3 per cento della domanda mondiale, nei primi mesi del 2004). L'assottigliarsi dei margini disponibili per fronteggiare eventuali eventi negativi ha contribuito a mantenere tese le condizioni del mercato.

Anche per le scadenze oltre il breve termine, i contratti futures sulle principali qualità di petrolio segnalano il permanere dei prezzi su valori relativamente elevati, rispetto sia alle quotazioni a pronti nella media dello scorso decennio sia ai contratti futures quotati all'inizio della scorsa estate. Ciò rifletterebbe il persistere, ben oltre il breve periodo, di un significativo premio al rischio dovuto alle tensioni geopolitiche.

Ai rialzi dei prezzi ha anche contribuito il livello storicamente basso delle scorte di petrolio detenute dal settore privato dei paesi industriali. Secondo i dati dell'IEA, il livello delle scorte, da una consistenza appena sufficiente a coprire i consumi relativi a 51 giorni di domanda futura alla fine del 2002 (a fronte di 54 giorni nel precedente quinquennio), è risalito solo lievemente nel corso del 2003, collocandosi, nel marzo 2004, a 52 giorni. Tali scorte sono continuate a risultare, anche recentemente, particolarmente basse negli Stati Uniti.

Secondo valutazioni dell'FMI, almeno metà dell'incremento registrato tra settembre 2003 e marzo 2004 sarebbe, comunque, riconducibile al deprezzamento del dollaro, che avrebbe indotto i principali paesi produttori di petrolio a rialzare i prezzi di offerta per contrastare il deterioramento delle ragioni di scambio.

Nel primo trimestre del 2004 il prezzo del petrolio in termini reali si è collocato su di un livello analogo a quello registrato nella media dei primi quattro anni di questo decennio. In seguito al netto rafforzamento delle quotazioni in atto dal 2000, il prezzo del petrolio in termini reali nella media del periodo 2000-03 è risultato di circa il 60 per cento più elevato rispetto a quello medio nel periodo 1986-99.

Le bilance dei pagamenti

Nel 2003 gli squilibri internazionali nelle bilance dei pagamenti di parte corrente si sono accentuati, proseguendo le tendenze del 2002 (tav. A5). Il cospicuo disavanzo degli Stati Uniti è salito a 542 miliardi di dollari (4,9 per cento del PIL), da 481 miliardi nel 2002 (4,6 per cento del PIL), risentendo del persistere di un divario positivo fra la dinamica della domanda interna e quella della domanda di altre importanti economie.

Tav. A5

SALDO DEL CONTO CORRENTE DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI DEI PRINCIPALI PAESI

Gruppi di paesi e paesi	Miliardi di dollari				In percentuale del PIL			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Paesi avanzati								
Stati Uniti	–411,5	–393,7	–480,9	–541,8	–4,2	–3,9	–4,6	–4,9
Giappone	119,6	87,8	112,8	136,4	2,5	2,1	2,8	3,2
Area dell'euro	–62,3	–15,1	53,0	30,8	–1,0	–0,2	0,8	0,4
Economie di recente industrializzazione asiatiche (NIEs) (1)	41,4	52,0	63,6	86,5	3,8	5,1	5,9	7,6
di cui: *Corea del Sud*	12,2	8,0	5,4	12,3	2,4	1,7	1,0	2,0
Paesi emergenti e in via di sviluppo								
America latina	–47,0	–54,5	–15,8	3,8	–2,4	–2,9	–0,9	0,2
di cui: *Argentina*	*–9,0*	*–3,9*	*9,6*	*7,9*	*–3,2*	*–1,5*	*10,4*	*6,1*
Brasile	*–24,2*	*–23,2*	*–7,7*	*4,1*	*–4,0*	*–4,6*	*–1,7*	*0,8*
Messico	*–18,2*	*–18,2*	*–14,1*	*–9,2*	*–3,1*	*–2,9*	*–2,2*	*–1,5*
Venezuela	*12,1*	*2,1*	*7,4*	*9,6*	*10,0*	*1,6*	*7,9*	*11,3*
Asia	45,4	38,1	68,1	61,8	2,1	1,7	2,8	2,3
di cui: *Asean-4* (2)	*32,1*	*21,7*	*26,2*	*29,1*	*7,3*	*5,2*	*5,6*	*5,5*
Cina	*20,5*	*17,4*	*35,4*	*29,6*	*1,9*	*1,5*	*2,8*	*2,1*
India	*–5,1*	*–0,8*	*4,8*	*3,0*	*–1,1*	*–0,2*	*1,0*	*0,5*
Medio Oriente	69,6	38,1	29,0	51,7	11,0	5,9	4,6	7,3
Europa centrale e orientale (3)	–31,7	–14,8	–22,2	–31,7	–5,2	–2,5	–3,3	–3,9
Russia	46,8	33,9	29,5	35,9	18,0	11,1	8,5	8,3
Per memoria:								
Paesi emergenti e in via di sviluppo esportatori di petrolio	**99,6**	**48,7**	**34,1**	**62,7**	**13,4**	**6,4**	**4,7**	**7,6**
Giappone, NIEs e PVS asiatici	**206,5**	**209,6**	**251,4**	**267,8**	**2,6**	**2,8**	**3,4**	**3,3**

Fonte: FMI, BCE e statistiche nazionali.
(1) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan. – (2) Filippine, Indonesia, Malesia e Tailandia. – (3) Include Malta e Turchia.

L'aumento del disavanzo corrente degli Stati Uniti nel 2003 continua a riflettere l'ampliamento di quello nell'interscambio di beni, salito a 549 miliardi (483 nel 2002). All'aumento del disavanzo commerciale ha contribuito, oltre alla crescita delle quantità importate più elevata di quella delle quantità esportate, il rincaro delle importazioni di prodotti energetici. L'attivo dei servizi si è lievemente ridotto (da 65 miliardi nel 2002 a 59 nel 2003), proseguendo una tendenza in atto dalla seconda metà del decennio scorso. Il deprezzamento del dollaro e la flessione dei tassi d'interesse hanno, invece, favorito il netto miglioramento del saldo nei redditi da capitale, tornato attivo per 17 miliardi.

A fronte dell'ampliamento del deficit statunitense nel 2003, sono cresciuti l'avanzo corrente del complesso delle economie asiatiche (da 251

miliardi nel 2002 a 268 miliardi), che ha risentito dell'andamento molto favorevole dei volumi dell'interscambio, e quello dei paesi esportatori di petrolio, che hanno beneficiato del miglioramento delle ragioni di scambio. Si è invece quasi dimezzato, nonostante il rallentamento dell'attività produttiva, il surplus corrente dell'area dell'euro.

All'ulteriore espansione dell'avanzo corrente del complesso dell'Asia hanno contribuito l'aumento dell'attivo del Giappone (dal 2,8 al 3,2 per cento del PIL) e delle economie di recente industrializzazione (dal 5,9 al 7,6 per cento del PIL). La forte crescita delle importazioni dei PVS della regione ha, invece, determinato una riduzione del loro avanzo; quello della Cina, in particolare, è diminuito dal 2,8 al 2,1 per cento del PIL.

Tra le aree emergenti che presentano un disavanzo strutturale nei conti con l'estero si è registrato un aumento, pari al 3,9 per cento del PIL (3,3 nel 2002), nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Il complesso dei paesi dell'America latina ha invece conseguito, per la prima volta da oltre quarant'anni, un pareggio nei conti con l'estero.

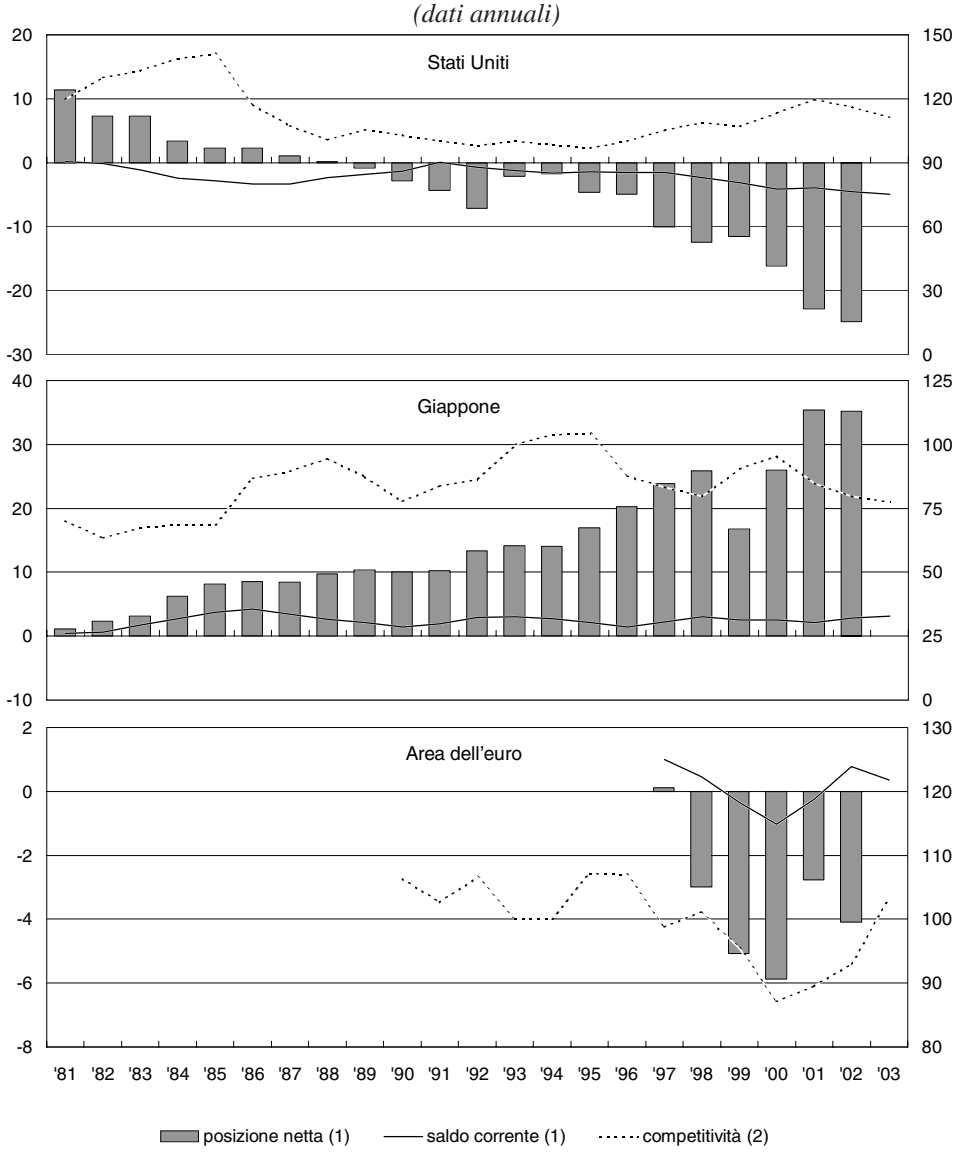
Il miglioramento dello squilibrio esterno dei paesi dell'America latina è derivato dal positivo andamento delle ragioni di scambio e, in misura minore, dalla debolezza della domanda interna, che ha contenuto la dinamica delle importazioni. In Brasile il conto corrente ha registrato un leggero avanzo (0,8 per cento del PIL) per la prima volta dal 1992.

La competitività dei prodotti statunitensi sui mercati internazionali, misurata dalla variazione del cambio effettivo reale calcolato sulla base dei prezzi alla produzione, è aumentata mediamente del 4,3 per cento nel 2003, riflettendo il deprezzamento del dollaro (cfr. il capitolo: I mercati valutari e finanziari internazionali). Il miglioramento conseguito tra il 2001 e il 2003, pari complessivamente al 7 per cento, appare peraltro ancora contenuto se raffrontato al peggioramento registrato tra il 1996 e il 2001, pari al 19,3 per cento (fig. A17). Principalmente in seguito al forte apprezzamento dell'euro, la competitività dell'area è invece nettamente peggiorata nel 2003, del 10,9 per cento; il deterioramento registrato tra il 2000 e il 2003 è stato del 18,4 per cento. La competitività del Giappone è lievemente migliorata nel 2003, anche se in misura più contenuta del 2002, riflettendo l'evoluzione favorevole dei prezzi relativi; il tasso di cambio dello yen è rimasto, infatti, sostanzialmente invariato in termini effettivi.

Fig. A17

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

(dati annuali)



Fonte: BCE, statistiche nazionale 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.

Il finanziamento del conto corrente negli Stati Uniti

In seguito all'accumulo di cospicui disavanzi dalla seconda metà del decennio scorso, la posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti è aumentata, dal 5 per cento del prodotto alla fine del 1996 al 25 alla fine del 2002.

Fino al 2000 l'incremento del disavanzo aveva riflesso il progressivo deterioramento, su valori nettamente negativi, del saldo finanziario del settore privato, dovuto all'accelerazione dell'accumulazione nelle nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione e all'elevata dinamica dei consumi, sospinta dall'aumento del reddito permanente atteso. Dal 2001 lo squilibrio finanziario del settore privato si è progressivamente ridotto fino ad annullarsi nell'ultimo biennio, riflettendo principalmente la caduta degli investimenti; il peggioramento del saldo esterno ha pertanto risentito soprattutto del rapido deterioramento dei conti pubblici.

Nell'ultimo triennio sono anche mutate significativamente le modalità di finanziamento del disavanzo del conto corrente.

Sono diminuiti gli afflussi netti di capitale privato, 649 miliardi di dollari nel 2003 rispetto a 988 nel 2000 (tav. A6). I minori finanziamenti privati sono stati compensati, anche se solo parzialmente, dall'aumento di quelli che fanno capo alle autorità ufficiali, saliti da 38 miliardi nel 2000 a 208 nel 2003, in conseguenza del cospicuo accumulo di riserve valutarie da parte delle banche centrali dei maggiori paesi asiatici (cfr. il capitolo: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

Nello stesso periodo si è anche registrato un cambiamento degli strumenti di finanziamento. Dopo l'inizio della fase di ribasso dei corsi azionari, gli investimenti dall'estero diretti e di portafoglio azionario si sono nettamente ridimensionati, da 321 e 192 miliardi, rispettivamente, nel 2000 a 82 e 37 miliardi nel 2003. Nel contempo sono aumentati gli acquisti di titoli del Tesoro statunitense da parte di non residenti, da –79 a 247 miliardi; ciò ha riflesso, oltre agli acquisti effettuati dalle autorità ufficiali, anche una ricomposizione dei portafogli degli investitori internazionali in favore di attività meno rischiose.

La quota detenuta da non residenti sul totale dei titoli del Tesoro statunitensi collocati sul mercato dall'inizio del 2001 è salita di 8,5 punti percentuali, raggiungendo il 44,6 per cento. La rilevanza degli acquisti dei non residenti è in crescita dalla metà dello scorso decennio; tra il 1994 e il 1997 il loro peso era salito dal 20 al 35 per cento, risentendo anche di un aumento dei differenziali di interesse tra gli Stati Uniti e le altre principali aree. Nell'ultimo triennio, invece, gli acquisti degli investitori esteri sono avvenuti in un contesto di tassi di interesse in flessione fino a livelli storicamente bassi e di riduzione dei differenziali. Gli acquisti di titoli del Tesoro da parte delle autorità ufficiali nel 2002-03 hanno rappresentato oltre un quarto del totale delle emissioni nette nello stesso periodo, contribuendo a sostenerne le quotazioni pur nel contesto di deterioramento, anche prospettico, dei conti pubblici.

Tav. A6

BILANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI: AFFLUSSI NETTI DI CAPITALI DA PARTE DI NON RESIDENTI

(miliardi di dollari)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Totale	**424**	**740**	**1.026**	**766**	**707**	**857**
Investimenti diretti	**179**	**289**	**321**	**152**	**40**	**82**
Investimenti di portafoglio	**188**	**286**	**420**	**425**	**421**	**516**
di cui: *azioni*	*46*	*113*	*192*	*119*	*55*	*37*
titoli del Tesoro	*28*	*–35*	*–79*	*–8*	*96*	*247*
obbligazioni societarie	*106*	*143*	*166*	*202*	*160*	*249*
Altri titoli di debito	8	64	140	112	110	–18
Altri investimenti	**57**	**165**	**285**	**189**	**246**	**259**
Per memoria:						
Afflussi di capitali da investitori privati	443	697	988	760	612	649
Afflussi di capitali da autorità ufficiali straniere	–20	44	38	5	95	208
di cui: *Asia*	*–3*	*61*	*23*	*4*	*71*	*192*
Saldo del conto finanziario (1)	76	237	456	416	528	579
Investimenti diretti	36	65	162	32	–98	–73
Investimenti di portafoglio	63	169	298	340	437	452
di cui: *azioni*	*–56*	*–1*	*86*	*10*	*–38*	*–54*
Altri investimenti	–17	–6	–4	48	193	199
Variazione delle riserve	–7	9	..	–5	–4	2

Fonte: Bureau of Economic Analysis.
(1) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti.

I flussi netti di capitale verso i paesi emergenti

Nel 2003 gli afflussi netti di capitali privati verso i paesi emergenti si sono nettamente rafforzati, a 131 miliardi di dollari, da 47 nel 2002, il livello più elevato dal 1997 (tav. A7). I finanziamenti costituiti da prestiti ufficiali netti, invece, dopo essersi ridotti sino ad annullarsi nel 2002, sono divenuti negativi per 7 miliardi.

L'aumento dei finanziamenti privati è stato stimolato, oltreché dai livelli eccezionalmente bassi dei tassi di interesse nei paesi industriali, dal generale rafforzamento dell'attività economica nei paesi emergenti, in particolare in quelli asiatici, anche in seguito alla ripresa delle esportazioni (cfr. il paragrafo: *Il commercio internazionale*).

Il credito bancario internazionale è tornato a crescere, per la prima volta dal 1996. Il ritorno dei capitali bancari nelle economie emergenti, in particolare in quelle asiatiche, ha trovato fondamento anche nella miglio-

Tav. A7

FLUSSI NETTI DI CAPITALE VERSO I PAESI EMERGENTI (1)

(miliardi di dollari)

Paesi	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
	Totale paesi emergenti							
Capitali privati	217,8	177,6	77,4	86,6	42,2	20,6	47,0	131,2
Investimenti diretti	*116,0*	*144,0*	*153,0*	*171,2*	*175,0*	*189,1*	*139,3*	*119,3*
Investimenti di portafoglio	*85,0*	*62,8*	*38,4*	*66,0*	*6,1*	*–95,7*	*–98,6*	*–87,5*
Altri investimenti	*16,8*	*–29,2*	*–114,0*	*–150,6*	*–139,0*	*–72,8*	*6,3*	*99,3*
Capitali ufficiali	–5,1	48,3	47,3	6,4	–14,5	25,8	3,3	–7,2
	Asia (2)							
Capitali privati	118,6	34,0	–50,6	2,7	–4,2	10,1	24,8	84,3
Investimenti diretti	*53,4*	*56,5*	*56,1*	*66,4*	*67,4*	*60,5*	*53,1*	*49,3*
Investimenti di portafoglio	*32,0*	*6,3*	*8,4*	*56,6*	*20,1*	*–54,4*	*–57,6*	*–58,4*
Altri investimenti	*33,1*	*–28,8*	*–115,0*	*–120,2*	*–91,7*	*4,0*	*29,3*	*93,4*
Capitali ufficiali	–13,2	25,2	17,5	1,8	4,0	–2,0	–1,9	–8,6
	America latina							
Capitali privati	70,4	91,9	78,6	53,2	51,9	26,9	8,5	11,8
Investimenti diretti	*39,6*	*56,9*	*61,5*	*65,5*	*66,4*	*68,9*	*39,6*	*30,0*
Investimenti di portafoglio	*47,9*	*29,2*	*27,2*	*4,4*	*2,9*	*–7,2*	*–13,7*	*2,9*
Altri investimenti	*–17,1*	*5,8*	*–10,1*	*–16,6*	*–17,4*	*–34,7*	*–17,4*	*–21,1*
Capitali ufficiali	–7,2	7,3	9,5	–3,4	–9,9	26,3	14,6	18,2
	Africa							
Capitali privati	9,1	4,0	9,1	11,8	1,1	6,5	7,2	9,5
Investimenti diretti	*3,6*	*7,9*	*6,9*	*9,8*	*8,2*	*23,9*	*12,3*	*14,3*
Investimenti di portafoglio	*2,8*	*7,0*	*3,7*	*8,3*	*–2,2*	*–8,8*	*–0,7*	*1,8*
Altri investimenti	*2,7*	*–10,9*	*–1,6*	*–6,3*	*–4,9*	*–8,5*	*–4,4*	*–6,6*
Capitali ufficiali	–3,0	3,3	4,7	3,5	3,1	1,9	4,2	4,1
	Medio Oriente							
Capitali privati	2,0	9,6	8,4	–7,9	–24,9	–16,3	–27,6	–22,9
Investimenti diretti	*4,1*	*5,2*	*5,1*	*3,9*	*7,7*	*8,1*	*6,9*	*8,9*
Investimenti di portafoglio	*1,0*	*–2,7*	*–6,2*	*–4,5*	*–12,3*	*–15,8*	*–19,0*	*–24,3*
Altri investimenti	*–3,1*	*7,2*	*9,5*	*–7,3*	*–20,4*	*–8,6*	*–15,4*	*–7,4*
Capitali ufficiali	7,4	6,7	5,2	6,6	–11,0	–3,2	–5,4	–11,0
	Paesi dell'Europa centrale e orientale (3)							
Capitali privati	25,6	21,8	27,3	34,5	33,4	–1,1	43,8	43,5
Investimenti diretti	*10,4*	*11,6*	*18,0*	*21,3*	*22,9*	*22,7*	*23,1*	*13,2*
Investimenti di portafoglio	*1,3*	*5,4*	*–2,4*	*4,3*	*3,6*	*–0,2*	*0,7*	*3,9*
Altri investimenti	*13,9*	*4,8*	*11,8*	*8,8*	*6,9*	*–23,6*	*20,0*	*26,4*
Capitali ufficiali	. .	–2,8	1,1	–2,0	2,7	6,5	–7,2	–5,7
	Paesi dell'ex URSS (4)							
Capitali privati	–7,9	16,3	4,5	–7,6	–15,1	–5,6	–9,7	4,8
Investimenti diretti	*4,9*	*5,9*	*5,3*	*4,3*	*2,4*	*5,0*	*4,2*	*3,6*
Investimenti di portafoglio	*–0,1*	*17,6*	*7,7*	*–3,0*	*–6,0*	*–9,2*	*–8,2*	*–13,3*
Altri investimenti	*–12,7*	*–7,2*	*–8,5*	*–8,9*	*–11,5*	*–1,3*	*–5,7*	*14,6*
Capitali ufficiali	10,9	8,5	9,4	0,1	–3,4	–3,7	–1,1	–4,2
Per memoria:								
Variazione delle riserve (5)								
Totale paesi emergenti	–91,2	–104,1	–34,6	–92,7	–116,9	–113,5	–196,0	–363,9
di cui: *Asia*	*–46,1*	*–35,9*	*–52,6*	*–87,1*	*–60,8*	*–90,7*	*–157,8*	*–245,3*

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 economie di recente industrializzazione (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan). – (3) Include Malta e Turchia. – (4) Include la Mongolia. – (5) Un valore negativo indica un incremento di riserve.

rata qualità del loro debito nel corso dell'ultimo quinquennio; tale positiva evoluzione è riconducibile al rafforzamento del conto corrente della bilancia dei pagamenti, al diminuito peso dei finanziamenti internazionali a breve termine, all'accumulo di riserve valutarie.

Nel comparto "altri investimenti", che include i prestiti bancari, si sono registrati nel 2003 afflussi netti per 99 miliardi, da 6 nel 2002; nel quinquennio precedente tale comparto aveva dato luogo a deflussi netti di ammontare rilevante. Nei paesi emergenti dell'Asia gli afflussi netti in questo comparto sono aumentati a 93 miliardi, da 29 nel 2002, sospinti dalla forte espansione della domanda di credito, in particolare nella Corea del Sud e in Cina.

Gli investimenti diretti, pur continuando a rappresentare per le economie emergenti la principale fonte di finanziamento esterno, sono calati per il secondo anno consecutivo, a 119 miliardi netti da 139 nel 2002, continuando a risentire del rallentamento dell'attività internazionale di fusione e acquisizione di imprese in atto dal 2001. Una quota rilevante degli afflussi ha riguardato la Cina (47 miliardi).

Gli investimenti di portafoglio, nonostante il miglioramento rispetto al 2002 registrato nel comparto obbligazionario, hanno continuato a segnare deflussi netti, per 88 miliardi.

Nei paesi dell'America latina gli afflussi netti di capitale privato hanno continuato ad attestarsi su valori contenuti, pari a 12 miliardi (9 nel 2002). Al miglioramento registrato nel comparto di portafoglio, che ha beneficiato della ripresa delle emissioni di obbligazioni, si è contrapposta la diminuzione degli investimenti diretti, a 30 miliardi (40 nel 2002), che hanno risentito dell'esaurirsi dei programmi di privatizzazione avviati negli anni novanta.

Nei paesi dell'Europa centrale e orientale gli afflussi netti di capitale privato sono rimasti invariati rispetto al 2002 (44 miliardi). È proseguita la graduale sostituzione degli afflussi di investimenti diretti con quelli degli altri comparti, in particolare degli "altri investimenti". Nei paesi dell'ex Unione Sovietica i flussi netti di capitale privato sono tornati lievemente positivi, per la prima volta dal 1998, anche per effetto dell'attenuazione della fuga all'estero dei capitali dei residenti.

Nel 2003, a fronte del forte aumento degli afflussi finanziari dall'estero e del complessivo miglioramento del conto corrente della bilancia dei pagamenti, si è registrato un accumulo di riserve valutarie da parte delle autorità ufficiali dei paesi emergenti per 364 miliardi (196 nel 2002). Questo processo ha continuato a riguardare soprattutto i paesi emergenti dell'Asia, per 245 miliardi (158 nel 2002).

Le rimesse dei lavoratori emigrati

In seguito alla forte contrazione dei prestiti privati ai paesi emergenti e a quelli in via di sviluppo registrata dalla crisi asiatica del 1997-98, le rimesse dei lavoratori emigrati sono diventate, per molti di quei paesi, un'importante fonte di finanziamento esterno: stimate pari a 88 miliardi di dollari nel 2002 e a 93 miliardi per il 2003, esse costituiscono, dopo gli investimenti diretti, la seconda maggiore componente di introiti finanziari.

In termini assoluti il fenomeno interessa soprattutto alcune importanti economie come India, Messico e Filippine; per 20 paesi le rimesse rappresentano almeno il 7 per cento del PIL. Il loro ammontare risulta più equamente distribuito tra i paesi destinatari rispetto al totale dei flussi di capitale. I paesi da cui provengono i flussi maggiori di rimesse sono Stati Uniti, Arabia Saudita, Germania, Belgio e Svizzera.

Le rimesse, oltre ad avere maggiore stabilità rispetto ad altri flussi di capitale, presentano una dinamica anticiclica. In periodi di recessione, infatti, i flussi migratori si intensificano, mentre i lavoratori già all'estero tendono a inviare più fondi a sostegno delle famiglie rimaste nei paesi di origine.

L'ambiente politico, giuridico e istituzionale riveste un ruolo determinante per il proficuo utilizzo delle risorse finanziarie provenienti dalle rimesse. In paesi caratterizzati da scarsa certezza del diritto e da un assetto istituzionale debole, infatti, i proventi delle rimesse hanno maggiore probabilità di essere destinati interamente al sostentamento e al consumo; viceversa, in contesti più virtuosi, una parte di tali fondi viene reinvestita in attività produttive di piccole e medie dimensioni, soprattutto nel settore primario, con ripercussioni positive per lo sviluppo e per la riduzione della povertà.

I paesi del Gruppo dei Sette hanno recentemente avviato un lavoro di analisi comparata delle rimesse; l'attenzione si è concentrata sulla struttura e la dimensione del fenomeno, sull'assetto infrastrutturale e regolamentare del settore, sui costi di transazione, sugli eventuali ostacoli ai trasferimenti, sul ricorso a canali informali.

Sono in via di definizione, in vista del prossimo Vertice economico dei Capi di Stato e di governo, iniziative volte a migliorare la qualità dei dati statistici, a facilitare il potenziale impatto delle rimesse sullo sviluppo dei paesi poveri, ad agevolare l'accesso ai servizi bancari e finanziari da parte della popolazione immigrata, a incrementare il grado di integrazione tra i sistemi di pagamento dei diversi paesi.

Le iniziative per ridurre la povertà e il finanziamento dello sviluppo

La lotta alla povertà. – Nel tentativo di rendere più efficace l'azione volta alla riduzione della povertà, la Banca mondiale e l'FMI hanno di recente

presentato la prima edizione del *Global Monitoring Report* (d'ora in avanti il "Rapporto"); esso fornisce una valutazione dello stato di avanzamento delle iniziative per il raggiungimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio.

Sono otto gli Obiettivi di sviluppo che, in occasione della Dichiarazione del Millennio sottoscritta dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite nel settembre 2001, la comunità internazionale si è prefissa di raggiungere entro il 2015; tra i principali, il dimezzamento della quota di popolazione mondiale che vive in estrema povertà e soffre la fame, l'accesso universale all'istruzione primaria, la riduzione della mortalità infantile, la lotta alle principali malattie infettive (AIDS, malaria, tubercolosi).

Il messaggio centrale del Rapporto è che allo stato attuale è improbabile che gli Obiettivi possano essere raggiunti, soprattutto quelli non legati al livello dei redditi; per i paesi dell'Africa subsahariana, inoltre, nemmeno quest'ultimo obiettivo appare raggiungibile nei tempi programmati.

Secondo le statistiche della Banca Mondiale le persone che dispongono di meno di un dollaro al giorno superano il miliardo e vivono soprattutto nell'Africa subsahariana e nel continente asiatico (Cina e India in particolare). Il numero di persone con un reddito inferiore a 2 dollari al giorno era pari a 2.736 milioni nel 2001, 82 milioni in più rispetto al 1990; in percentuale della popolazione mondiale si è registrata una diminuzione, dal 61 al 53 per cento.

I ritardi vengono attribuiti soprattutto: (*i*) alla modesta dimensione dei flussi di aiuti ufficiali e alla loro cattiva allocazione geografica (soprattutto quella degli aiuti bilaterali), (*ii*) al persistere di politiche protezionistiche che limitano l'accesso dei paesi poveri ai mercati dei paesi avanzati e (*iii*) all'insufficienza delle riforme strutturali avviate dai paesi poveri al fine di rendere più proficuo l'utilizzo degli aiuti allo sviluppo e attirare investimenti diretti.

Nel Rapporto si sostiene la necessità di procedere fin da subito a rimuovere gli ostacoli in ciascuno di questi campi; in particolare, per ogni categoria di soggetti impegnati nella lotta alla povertà si individua un insieme di iniziative prioritarie. Le istituzioni finanziarie internazionali devono affinare gli strumenti di sostegno allo sviluppo e rendere più selettivi i programmi nei rispettivi campi di specializzazione. Ai paesi in via di sviluppo si chiede di migliorare la gestione nel settore pubblico, incrementare gli investimenti in infrastrutture, incoraggiare l'espansione del settore privato e delle piccole e medie imprese, ampliare l'accesso da parte della popolazione meno abbiente a beni e servizi pubblici essenziali. Ai paesi industriali si prescrive di garantire maggiore coerenza tra le varie politiche che hanno un diretto impatto sullo sviluppo, da quelle commerciali a quelle ambientali, di assistenza tecnica,

di aiuto ufficiale, di regolamentazione dell'immigrazione; di rimuovere le misure protezionistiche, soprattutto con riferimento ai prodotti agricoli e tessili; di accrescere gli aiuti e la loro efficacia, attraverso una migliore distribuzione degli stessi e un maggiore coordinamento tra i donatori.

Dopo il crollo registrato nella seconda metà degli anni novanta, nel 2002 il flusso netto di aiuti ufficiali allo sviluppo è risultato per la prima volta in aumento (58,3 miliardi di dollari, rispetto ai 52,3 del 2001); in rapporto al PNL dei paesi donatori l'ammontare di aiuti è passato dallo 0,22 allo 0,23 per cento (0,34 per cento nei primi anni novanta). In base agli impegni sottoscritti dopo la Conferenza di Monterrey, il flusso annuo di aiuti dovrebbe salire nel 2006 a 77 miliardi (0,29 per cento del PNL), ancora ben al di sotto dei circa 110 miliardi annui (0,35 per cento in termini di PNL dei donatori) giudicati necessari per raggiungere gli Obiettivi del Millennio.

L'aumento dei flussi di aiuti, tuttavia, sebbene rappresenti un segnale di per sé incoraggiante, rischia di essere in larga parte destinato a finanziare iniziative non collegate al raggiungimento degli Obiettivi del Millennio. Dell'incremento di circa 6 miliardi di dollari registrato nel 2002 la metà è rappresentata da cancellazione di debiti, il 30 per cento da iniziative di assistenza tecnica e il 10 per cento da aiuti alimentari corrisposti a fronte di situazioni di emergenza; inoltre, la componente di provenienza "bilaterale" (90 per cento circa dell'incremento) è risultata estremamente concentrata a favore di pochi paesi, tra cui spiccano Serbia e Montenegro, con 1,3 miliardi, e alcuni Stati coinvolti nell'azione diretta contro il terrorismo (ad esempio l'Afganistan con 0,7 miliardi). In prospettiva, è concreto il rischio che gli obiettivi strategici dei principali donatori possano influenzare la distribuzione dei futuri flussi di aiuti, "spiazzando" così i finanziamenti necessari al raggiungimento degli Obiettivi del Millennio.

Nel Rapporto si sottolineano due ulteriori aspetti strettamente connessi: la composizione degli aiuti e l'efficacia degli stessi. Quanto al primo, nel caso di paesi con una corretta e trasparente gestione della spesa pubblica, si evoca la necessità di incrementare la componente più "flessibile" degli aiuti, di tipo "svincolato" da forniture commerciali dei paesi donatori e non connessa a progetti specifici; quanto al secondo, si ribadisce che la qualità dell'assetto istituzionale e delle politiche macroeconomiche svolge un ruolo determinante per l'efficacia degli aiuti. La correlazione tra ammontare di sussidi e crescita economica nei paesi in via di sviluppo risulta statisticamente significativa in presenza di appropriati contesti macroeconomici e istituzionali. Ne consegue, per i paesi donatori, il richiamo a una maggiore selettività nelle politiche degli aiuti.

L'iniziativa HIPC (Heavily Indebted Poor Countries) e la sostenibilità del debito nei paesi poveri. – Con riferimento all'iniziativa HIPC, tra la metà del 2003 e lo scorso aprile 5 nuovi paesi hanno raggiunto il punto di "completamento", ovvero il momento in cui viene materialmente eseguita la cancellazione del debito da parte dei creditori multilaterali e bilaterali; è così salito a 13 il numero di paesi che hanno raggiunto tale traguardo. Sono 14 quelli che, avendo superato il punto di "decisione" (momento in cui viene ufficialmente riconosciuta l'idoneità a beneficiare della riduzione del debito),

si trovano nella fase intermedia; si prevede che 8 di essi (Camerun, Repubblica Democratica del Congo, Ghana, Honduras, Madagascar, Malawi, Ruanda e Sierra Leone) raggiungeranno il punto di completamento in tempi relativamente brevi, in considerazione dei risultati conseguiti, che sono ampiamente in linea con i programmi macroeconomici e di riforma inizialmente presentati. Degli 11 paesi che non riescono ancora a raggiungere il punto di decisione, molti sono gravati da conflitti interni.

Se da un lato l'iniziativa HIPC consentirà ai paesi poveri altamente indebitati di ridurre lo stock di debito, dall'altro essa non è in grado di garantire il mantenimento della sostenibilità nel lungo periodo. Secondo le stime dell'FMI, infatti, il grado di indebitamento in diversi paesi a basso reddito sta aumentando in misura non coerente con le prospettive di crescita. Per tali paesi diventa cruciale ottenere risorse aggiuntive a condizioni agevolate se si vogliono raggiungere, in condizioni di stabilità, gli Obiettivi del Millennio.

Per i paesi poveri il concetto di sostenibilità del debito estero assume connotati peculiari rispetto al caso più generale dei paesi emergenti, in ragione del fatto che, per i primi, una quota elevata delle entrate è rappresentata da aiuti e finanziamenti ufficiali; ne consegue che la capacità di onorare il debito è strettamente collegata alla volontà dei creditori ufficiali e dei donatori di garantire flussi di risorse attraverso l'erogazione di sussidi e nuovi finanziamenti.

*Una condizione di indebitamento eccessivo (*debt overhang*) può avere serie ripercussioni sulle prospettive di sviluppo dei paesi a basso reddito: può rallentare i processi di riforma e scoraggiare gli investimenti privati; può, inoltre, avere effetti distorsivi sull'allocazione delle risorse agevolate da parte dei paesi donatori. Queste risorse, infatti, rischiano di essere erogate al fine di garantire il servizio del debito estero, a scapito di paesi che, avendo intrapreso politiche "virtuose", presentano condizioni debitorie relativamente più equilibrate.*

In occasione degli scorsi *Spring Meetings* la Banca Mondiale e l'FMI hanno proposto l'adozione di un nuovo quadro formale di riferimento per la valutazione della sostenibilità del debito nei paesi a basso reddito, con l'obiettivo, complementare all'iniziativa HIPC, di orientare correttamente le future politiche di indebitamento e impedire che si raggiungano situazioni di insostenibilità.

Il nuovo approccio si fonda su due pilastri: il primo è costituito da un'analisi previsiva, basata sulla proiezione degli indicatori di sostenibilità del debito (scenario di base) e integrata simulando shock alle variabili esogene (prove di stress); il secondo consiste nella determinazione di specifiche soglie, indicative della sostenibilità del debito, strettamente collegate alla qualità delle politiche e delle istituzioni in ciascuno dei paesi interessati.

Il quadro di riferimento proposto ha conseguenze rilevanti sia per la comunità dei donatori e dei creditori, sia per i paesi debitori: in particolare,

ai primi sarà chiesto di rivedere le proprie politiche di finanziamento, affinché esse riflettano più correttamente i rischi di insolvenza dei prenditori; ciò richiederà verosimilmente l'incremento della quota di risorse trasferite a fondo perduto o a condizioni agevolate. Sarà inoltre necessario prevedere nuovi strumenti di assistenza finanziaria "di emergenza" per fronteggiare shock esogeni imprevedibili e di vasta entità.

Preservare la sostenibilità del debito, tuttavia, rimane in primo luogo responsabilità degli stessi paesi debitori. Nel tentare di raggiungere gli Obiettivi di sviluppo del Millennio, essi sono chiamati a garantire una gestione dell'indebitamento improntata a maggiore prudenza e coerenza con la capacità di rimborso, ad attuare riforme favorevoli alla crescita, a rafforzare la capacità del sistema produttivo di reagire agli shock esterni.

Le economie del Mediterraneo e le loro relazioni commerciali e finanziarie con l'Europa e l'Italia

La relativa carenza di conoscenze delle economie del Mediterraneo e dei loro sistemi bancari e finanziari, l'avvio nel 1995 a Barcellona del Partenariato euro-mediterraneo, che prevede per il 2010 la creazione di un'area di libero scambio tra la UE e i paesi del Mediterraneo, la rilevanza dei flussi migratori verso la sponda "nord" dello stesso, la vicinanza dell'area all'Europa e in particolare al nostro paese hanno spinto la Banca d'Italia ad acquisire informazioni sulle condizioni economiche di questi paesi e a ricavarne indicazioni per giungere a forme di interazione più stretta con le loro banche centrali.

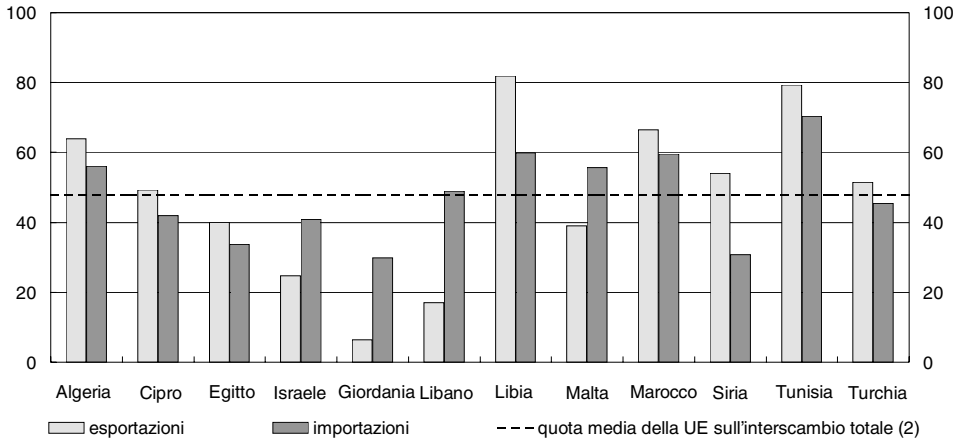
Le economie dell'area sono diverse per stadio di sviluppo, struttura, disponibilità di risorse, modelli di gestione, problemi demografici, situazioni sociali e politiche. Anche il tentativo di isolare sottogruppi di paesi aventi caratteristiche simili risulta tutt'altro che agevole. Un ulteriore elemento di differenziazione è stato introdotto più di recente con l'inclusione di Cipro, Malta e, in prospettiva, della Turchia nella UE, con il conseguente loro spostamento, dal punto di vista istituzionale, dalla sponda "sud" a quella "nord" del Mediterraneo.

Nel 2002 il prodotto totale della regione si è commisurato a circa 600 miliardi di euro, pari a circa il 6 per cento di quello della UE; per due terzi esso fa capo a tre paesi: Turchia, Israele ed Egitto. Il PIL pro capite, misurato alle parità del potere d'acquisto, oscilla dagli appena 400 euro all'anno della Cisgiordania e di Gaza agli oltre 17.000 di Cipro, contro una media di 24.000 per la UE.

Le economie dell'area sono legate, sia pure in misura diversa, ai paesi avanzati da intensi rapporti commerciali. La UE costituisce il principale mercato di destinazione nonché il primo tra i fornitori delle loro importazioni. L'interscambio con la UE rappresenta quasi il 50 per cento del loro commercio; per le nazioni del Maghreb la quota sale al 60-70 per cento, mentre Egitto, Giordania e Israele destinano la parte prevalente dei loro scambi agli Stati Uniti o ai paesi del Golfo Persico (fig. A18). Per i paesi europei il Mediterraneo rappresenta invece un'area di peso economico meno rilevante. L'area riveste maggior rilievo per l'Italia, con una quota del 6 per cento dell'interscambio contro il 3-4 per cento per Francia e Germania. Infine, le economie mediterranee sono relativamente isolate fra loro: all'interno dell'area i flussi di scambio di merci, servizi e capitali sono poco significativi.

Fig. A18

COMMERCIO DEI PAESI DEL PARTENARIATO CON QUELLI DELLA UE
(quota percentuale dell'interscambio totale) (1)



Fonte: FMI.
(1) Nell'anno 2002. – (2) Esportazioni più importazioni.

Escludendo Israele e i casi speciali degli Stati-isola Cipro e Malta, le economie presentano caratteri e difficoltà tipici dei paesi in via di sviluppo.

Con il Partenariato euro-mediterraneo è mutato il rapporto tra la UE e i paesi dell'area. Questi non sono più visti come singoli partner con cui intrattenere scambi e a cui fornire assistenza, ma come un'area nella quale favorire, attraverso trasformazioni dell'economia e ingenti sforzi finanziari, l'avvio di un processo di sviluppo accelerato, sfruttando le potenziali sinergie tra i progressi in ciascun paese e il resto dell'area. Diversi fattori – l'insufficiente impegno della UE, gli sfavorevoli sviluppi politici nel Medio Oriente, le carenze di effettiva volontà e capacità dei governi dei paesi

mediterranei di affrontare le rilevanti trasformazioni nella struttura economica e negli assetti sociali che il progetto comportava – hanno seriamente ritardato il processo di rinnovamento economico previsto dal Partenariato. Alla luce dei risultati iniziali, complessivamente inferiori alle attese, una sua revisione appare indispensabile.

Anche dal punto di vista dell'approfondirsi dell'integrazione economica, gli accordi del Partenariato non sembrano aver esplicato gli effetti attesi. Dal 1995 l'interscambio con la UE è cresciuto del 32 per cento; la quota della UE sul totale del commercio dei paesi del Mediterraneo è calata nel periodo. L'impulso verso uno sforzo comune si è affievolito. I paesi dell'area sembrano muoversi in ordine sparso, sulla base delle condizioni e delle possibilità di ciascuno, sia pure con un disegno riformatore che tende alla creazione o al rafforzamento del mercato, alla liberalizzazione delle transazioni, alla riduzione dell'intervento statale nell'economia.

Senza una ripresa di slancio del Partenariato vi è il pericolo che solo pochi paesi trovino la via di un rapido sviluppo. L'area potrebbe sclerotizzarsi in uno stato di perenne ritardo rispetto alla trasformazione e all'internazionalizzazione dell'economia mondiale. Tale situazione rischia di provocare, soprattutto per il gravare dell'espansione demografica e della disoccupazione che caratterizzano l'area, acuti conflitti politico-sociali, dai cui effetti l'Europa potrebbe difficilmente isolarsi.

Un importante momento di confronto su questi argomenti e sugli imperativi più urgenti di politica economica è stato offerto dal primo Seminario fra l'Eurosistema e le banche centrali dell'area organizzato a Napoli lo scorso gennaio dalla Banca d'Italia e dalla Banca centrale europea. Le nazioni partecipanti sono state quelle che si affacciano (o gravitano, nel caso della Giordania) sul Mediterraneo meridionale e orientale: Algeria, Autorità Nazionale Palestinese, Cipro, Egitto, Giordania, Israele, Libano, Malta, Marocco, Siria, Tunisia e Turchia. Ad esse si è unita la Libia che nel Partenariato gode dello statuto di osservatore.

Nel Seminario, che ha stabilito di dare avvio con tale iniziativa a forme di collaborazione strutturata e permanente tra la Banca d'Italia, la Banca centrale europea, il resto dell'Eurosistema e le banche centrali mediterranee su temi di comune interesse, si è discusso dei legami economico-finanziari con la UE, dei regimi di cambio, e della natura dei sistemi bancari e finanziari nella regione.

Tra gli elementi che costituiscono il tessuto connettivo dei legami finanziari tra la sponda nord e sud del Mediterraneo, tre spiccano con particolare rilievo: gli investimenti diretti dell'estero, le rimesse degli emigrati, gli aiuti ufficiali allo sviluppo.

L'integrazione economica tra le due aree, più forte se misurata sulla base degli scambi di merci, risulta assai meno pronunciata sulla base degli

investimenti esteri. Gli investimenti diretti indirizzati dalla UE verso i paesi mediterranei sono modesti: lo 0,7 per cento delle consistenze di questi si dirige verso l'area, contro il 2 per cento circa che affluisce ai paesi nuovi entranti nella UE e il 5 per cento a quelli dell'America latina. Anche dalla prospettiva dei paesi ricettori, il fenomeno appare quantitativamente modesto: il peso delle consistenze degli investimenti provenienti dalla UE sul PIL di questi paesi è pari in media al 4 per cento.

Le rimesse degli emigrati sono divenute una componente importante nella struttura dei flussi finanziari dai paesi avanzati a quelli in via di sviluppo. Tendono a essere più stabili nel tempo rispetto ai movimenti di capitale e a distribuirsi tra paesi destinatari in modo meno diseguale degli investimenti diretti. Per le economie del Mediterraneo sono una componente significativa degli afflussi dall'estero. Anche dal punto di vista della direzione geografica delle uscite per rimesse dall'Italia, il Mediterraneo è una destinazione importante: sulla base di stime che tengono conto anche dei trasferimenti effettuati attraverso operatori specializzati non bancari, il Marocco, secondo solo alla Romania, rappresenta il 10 per cento del totale, la Tunisia l'1 per cento, l'Egitto lo 0,5.

I paesi mediterranei beneficiano di aiuti ufficiali allo sviluppo in misura significativa. Gli impegni del programma MEDA della UE ammontano a oltre 5 miliardi di euro nel periodo 2000-06, contro poco più di 3 nel periodo 1995-99; gli stanziamenti tendono a concentrarsi in alcuni paesi del Maghreb (Marocco e Tunisia) e in Egitto. Nella seconda metà degli anni novanta, peraltro, soltanto un quarto di quegli stanziamenti fu effettivamente erogato. La situazione appare in forte progresso oggi: nei primi tre anni del nuovo decennio, in virtù anche delle riforme attuate dai paesi di destinazione, gli esborsi hanno raggiunto il 60 per cento.

La BEI ha erogato prestiti nel periodo 1992-2003 per un importo di 13 miliardi di euro; nel 2002 essa ha dato vita a uno sportello denominato FEMIP (Fondo euro-mediterraneo di investimento e partenariato) con il proposito di sostenere lo sviluppo del settore privato, attraverso finanziamenti di progetti di investimento e prestiti rivolti alle piccole e medie imprese canalizzati tramite i sistemi bancari locali; il valore dei finanziamenti che lo sportello dovrebbe erogare entro il 2006 è compreso tra gli 8 e i 10 miliardi di euro, di cui una parte rilevante destinata al settore privato.

Con riferimento ai regimi di cambio, nei paesi mediterranei vige un'ampia varietà, dall'ancoraggio a una singola valuta alla fluttuazione libera. Prevalgono i regimi detti "intermedi", che prevedono l'ancoraggio a una singola valuta o a un paniere di valute, seppur con diversi gradi di flessibilità.

Nell'area è in atto una transizione da regimi di cambi amministrati verso sistemi nei quali il cambio è liberamente determinato dalle forze di mercato; allo stesso tempo vi è una tendenza verso una maggiore flessibilità dei tassi di cambio in seguito all'apertura delle economie ai flussi di capitale con l'estero. Per la maggior parte dei paesi dell'area la volatilità del cambio euro/dollaro costituisce un problema. La diversità di composizione per valuta dell'indebitamento verso l'estero e dei proventi delle esportazioni, nonché delle attività e passività del sistema bancario rappresenta una difficile sfida per le autorità nella scelta del regime di cambio ottimale.

Infine, i sistemi finanziari dei paesi del Mediterraneo presentano una struttura incentrata sulle banche; assai limitato risulta il ruolo di altre istituzioni finanziarie; i mercati di borsa hanno un modesto grado di sviluppo.

Negli ultimi anni si è dato avvio a importanti riforme nel settore bancario e finanziario: gli strumenti e le procedure della politica monetaria si sono orientati di più ai meccanismi di mercato; l'autonomia della banca centrale dal governo è stata rafforzata, i tassi di interesse – prima sottoposti a vincoli – quasi ovunque liberalizzati, le politiche di repressione finanziaria abbandonate, la presenza del settore pubblico ridotta. La regolamentazione prudenziale delle banche, infine, si è mossa verso il recepimento degli standard internazionali.

Nonostante i recenti progressi, tuttavia, lo sviluppo del sistema finanziario ha incontrato spesso gravi limitazioni nelle inefficienze del sistema giudiziario e nella scarsa affidabilità del quadro legislativo generale, nella limitata qualità delle comunicazioni societarie e delle regole di governo d'impresa.

B – REDDITO, PREZZI E BILANCIA DEI PAGAMENTI

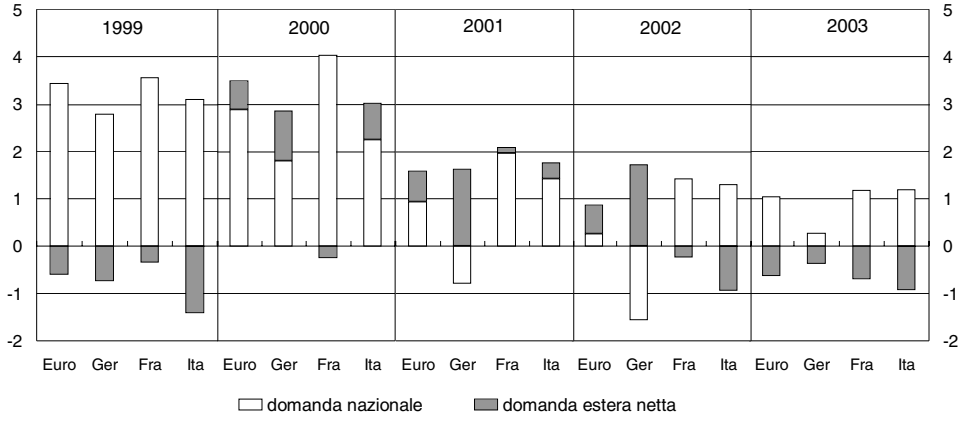
La congiuntura nell'area dell'euro

Nel 2003 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto solo dello 0,4 per cento, meno della metà rispetto al già modesto incremento dell'anno precedente (tav. B1). Al rallentamento dell'attività economica nella seconda parte del 2002 ha fatto seguito un ristagno nei primi mesi dello scorso anno, caratterizzati dalle tensioni connesse con l'inizio della guerra in Iraq. Dall'estate, con l'irrobustirsi della ripresa negli USA e il miglioramento del clima internazionale, il PIL è tornato ad aumentare, ma a tassi assai modesti. Nell'anno, il contributo alla crescita della domanda interna è stato in parte annullato dal segno negativo del saldo tra esportazioni e importazioni (fig. B1). L'apprezzamento del cambio effettivo dell'euro ha frenato le esportazioni dell'area che nella media dell'anno hanno ristagnato; le importazioni sono invece aumentate di quasi due punti percentuali.

Fig. B1

CONTRIBUTI ALLA CRESCITA DEL PIL NELL'AREA DELL'EURO

(a prezzi costanti; punti percentuali)



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.

La politica economica ha potuto sostenere solo in parte lo sviluppo. Il ricorso a manovre di bilancio espansive è stato limitato dal permanere

Tav. B1

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)

PAESI	2001	2002	2003	2003			
	Anno	Anno	Anno	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
				PIL			
Germania	0,8	0,2	–0,1	–0,2	–0,2	0,2	0,2
Francia	2,1	1,2	0,5	0,2	–0,3	0,6	0,6
Italia	1,8	0,4	0,3	–0,2	–0,1	0,4	..
Spagna	2,8	2,0	2,4	0,5	0,7	0,6	0,7
Area dell'euro	1,6	0,9	0,4	..	–0,1	0,4	0,3
				Importazioni			
Germania	0,9	–1,7	2,6	1,5	–2,3	0,2	2,7
Francia	1,3	2,9	–0,1	–0,6	–0,1	0,2	2,5
Italia	0,5	–0,2	–0,6	–4,8	0,1	5,2	–3,2
Spagna	4,0	1,8	6,7	–2,8	2,1	1,2	2,2
Area dell'euro	1,7	–0,1	1,8	–0,4	–0,5	1,1	1,6
				Esportazioni			
Germania	5,6	3,4	1,2	–0,5	–2,6	3,8	0,3
Francia	1,6	1,9	–2,5	–2,2	–1,4	0,9	1,5
Italia	1,6	–3,4	–3,9	–5,3	–0,1	5,7	–3,8
Spagna	3,6	..	4,0	–1,7	4,0	–1,0	0,6
Area dell'euro	3,4	1,5	0,1	–1,3	–0,8	2,2	0,2
				Consumi delle famiglie (1)			
Germania	1,4	–1,0	–0,1	0,4	–0,4	–0,3	–0,4
Francia	2,7	1,5	1,5	0,7	–0,2	0,6	0,5
Italia	0,8	0,5	1,3	0,2	0,1	0,4	–0,4
Spagna	2,8	2,6	3,0	0,6	1,1	0,2	1,1
Area dell'euro	1,7	0,1	1,0	0,5	..	0,1	..
				Investimenti fissi lordi			
Germania	–4,2	–6,7	–2,9	–1,5	–0,8	–0,5	1,7
Francia	1,9	–2,0	–0,2	0,3	0,5	..	0,8
Italia	1,9	1,2	–2,1	–4,9	–1,0	–0,9	–1,2
Spagna	3,3	1,0	3,0	0,4	–0,2	1,7	0,6
Area dell'euro	–0,3	–2,8	–1,0	–0,8	–0,3	–0,2	0,6
				Domanda nazionale			
Germania	–0,8	–1,6	0,3	0,5	..	–1,1	1,0
Francia	2,0	1,5	1,2	0,6	0,1	0,4	0,9
Italia	1,4	1,3	1,2	–0,1	..	0,3	0,2
Spagna	3,0	2,6	3,3	0,1	0,2	1,4	1,2
Area dell'euro	1,0	0,3	1,1	0,4	..	–0,1	0,8
				Domanda estera netta (2)			
Germania	1,6	1,7	–0,4	–0,7	–0,2	1,3	–0,7
Francia	0,1	–0,2	–0,7	–0,5	–0,4	0,2	–0,3
Italia	0,3	–1,0	–0,9	–0,2	–0,1	0,2	–0,2
Spagna	–1,0	–0,6	–0,2	0,4	0,5	–0,7	–0,6
Area dell'euro	0,7	0,6	–0,6	–0,4	–0,1	0,5	–0,5

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.

(1) Consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (2) Contributo alla crescita sul periodo precedente in punti percentuali.

di squilibri nelle finanze pubbliche. Le condizioni monetarie sono state ulteriormente allentate, portando il livello dei tassi d'interesse reali a breve termine a zero.

Nella media dell'anno, in tutti e tre i principali paesi l'attività ha sostanzialmente ristagnato: alla lieve crescita in Francia e in Italia si è contrapposta la contrazione in Germania (tav. B1), la prima dal 1993. Negli altri paesi il tasso di sviluppo si è mantenuto su valori superiori a quello medio dell'area; in Spagna ha accelerato al 2,4 per cento.

Dopo il ristagno del 2002, i consumi privati nell'area sono tornati ad aumentare, seppure con ritmi contenuti (1,0 per cento). Alla crescita nel primo trimestre è seguita una stazionarietà nel resto dell'anno, riconducibile alla debole evoluzione del reddito disponibile e alle incertezze delle famiglie, riflesse nell'andamento dell'indice del clima di fiducia. Fra i principali paesi, i consumi sono ulteriormente diminuiti in Germania (–0,1 per cento), sebbene assai più lievemente che nel 2002 (–1,0 per cento). In Italia, in Francia e ancor più in Spagna sono invece aumentati, grazie anche a una dinamica più favorevole del reddito disponibile.

Gli investimenti fissi lordi sono calati (–1,0 per cento) per il terzo anno consecutivo, risentendo dell'eccesso di capacità produttiva. La dinamica dell'accumulazione è stata negativa in tutti e tre i principali paesi dell'area dell'euro; in Francia e in Germania, tuttavia, è apparsa in recupero nel corso dell'anno, prospettando una possibile inversione di tendenza nel 2004.

Come l'attività produttiva, anche l'occupazione nel 2003 ha ristagnato, mantenendosi attorno ai valori del 2002. Il tasso di disoccupazione ha continuato ad aumentare, raggiungendo l'8,8 per cento, 0,4 punti in più rispetto all'anno precedente.

Nel 2003 l'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è stata pari al 2,1 per cento, 0,2 punti in meno che nel 2002. Il calo dell'inflazione di fondo (al 2,0 per cento dal 2,5 nel 2002), conseguente all'apprezzamento dell'euro e al protrarsi della debolezza della domanda, ha più che compensato l'effetto del rialzo dei prezzi del petrolio sulle componenti energetiche dell'indice. La dinamica dei prezzi al consumo nei maggiori paesi dell'area ha registrato andamenti differenziati: in accelerazione in Italia e in Francia (dal 2,6 al 2,8 e dall'1,9 al 2,2 per cento, rispettivamente), in rallentamento in Germania (dall'1,3 all'1,0 per cento). Oltre a fattori specifici, come l'aumento delle imposte indirette in Italia e in Francia, questi andamenti sono riconducibili anche alla dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto; in Italia, questa permane più intensa che nella media dell'area.

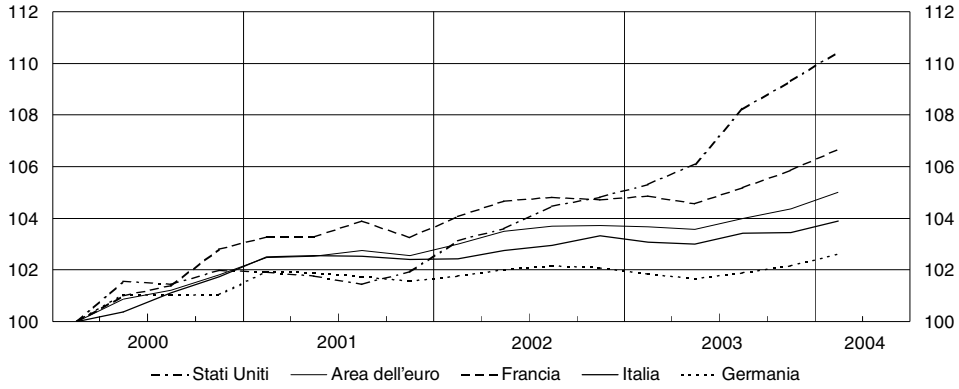
La debole crescita dell'area dell'euro nello scorso decennio

La stagnazione economica nell'area dell'euro negli ultimi tre anni (fig. B2) non è riconducibile soltanto all'operare di fattori congiunturali. Il progressivo rallentamento del ritmo di sviluppo è fenomeno che risale all'ultimo decennio del secolo scorso: tra il 1993 e il 2003 il PIL dell'area è aumentato del 2,0 per cento in media all'anno, 0,4 punti in meno che nei dieci anni precedenti. Tra i due decenni la crescita negli Stati Uniti è rimasta immutata, al 3,3 per cento medio annuo. Il prodotto pro capite dell'area dell'euro è sceso negli ultimi anni intorno al 70 per cento di quello americano, dal 75 a metà degli anni ottanta.

Fig. B2

PRODOTTO INTERNO LORDO

(a prezzi costanti; indici: primo trimestre 2000 = 100)



Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat.

L'acuirsi della concorrenza internazionale e l'affermarsi di nuovi paesi nell'interscambio commerciale hanno reso sempre più necessario riorganizzare i sistemi produttivi e migliorarne l'efficienza. Questo processo è apparso lento in gran parte dei paesi dell'area dell'euro, contribuendo ad aumentare la distanza nei confronti delle economie più dinamiche.

Nell'impiego delle nuove tecnologie informatiche e delle comunicazioni (TIC) e nelle spese per ricerca e sviluppo il divario fra paesi europei e Stati Uniti è ampio. Già agli inizi degli anni ottanta le imprese americane investivano in TIC circa il 3 per cento del PIL; le imprese europee hanno raggiunto questa percentuale soltanto vent'anni più tardi, quando quelle americane avevano superato il 5 per cento. Tra la prima e la seconda metà degli anni novanta, secondo le stime dell'OCSE, la produttività totale dei fattori (PTF), cioè quella componente della produttività media del lavoro che non è attribuibile né al maggiore impiego né alla migliore qualità dei fattori produttivi, ha mostrato negli USA una netta accelerazione, dallo 0,9

all'1,3 per cento medio annuo. Nei principali paesi dell'area dell'euro essa ha, per contro, rallentato, scendendo al di sotto dell'1 per cento. In Italia la decelerazione della PTF ha riguardato tutti i settori dell'economia, con l'eccezione dei comparti dell'intermediazione creditizia e finanziaria e dei trasporti e telecomunicazioni, dove più intenso è stato l'impiego delle TIC. La dinamica della PTF nel nostro paese appare correlata, oltre che con gli investimenti in TIC, con il grado di concorrenza internazionale.

Nel periodo 1993-2003 la dinamica del prodotto per occupato in Europa è stata inferiore a quella degli Stati Uniti. Nei paesi europei, in presenza di un aumento della quota di popolazione occupata, la crescita della produttività del lavoro si è notevolmente ridimensionata rispetto agli anni precedenti. L'economia statunitense è stata caratterizzata sia da un'accelerazione del prodotto per occupato, sia da una ripresa del tasso di partecipazione.

Recenti studi dell'OCSE e della Commissione europea mostrano che la decelerazione della produttività del lavoro in Europa non sarebbe ascrivibile a differenze nella qualità dell'occupazione, bensì alla minore diffusione delle TIC. Nel periodo 1995-2001, nei settori che utilizzano più intensamente le nuove tecnologie (in particolare il commercio e le attività finanziarie), la produttività sarebbe aumentata del 4,7 per cento negli USA e solo dell'1,9 per cento nell'Unione europea (tav. B2). Nello stesso periodo in Italia la crescita della produttività del lavoro si è più che dimezzata rispetto agli anni 1990-95, scendendo all'1 per cento, essenzialmente a causa del forte calo nei settori non utilizzatori di TIC, che includono le lavorazioni manifatturiere tradizionali e a basso contenuto di lavoro qualificato.

Tav. B2

CRESCITA MEDIA ANNUA DELLA PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO NELLA UE E NEGLI STATI UNITI, 1979-2001 (1)

Voci	1979-1990		1990-1995		1995-2001	
	UE	USA	UE	USA	UE	USA
Totale economia	**2,2**	**1,3**	**2,3**	**1,1**	**1,7**	**2,2**
Settori che producono TIC	7,2	8,7	5,9	8,1	7,5	10,0
di cui: *manifattura*	*12,5*	*16,6*	*8,4*	*16,1*	*11,9*	*23,7*
servizi	*4,4*	*2,4*	*4,8*	*2,4*	*5,9*	*1,8*
Settori che utilizzano TIC	2,2	1,2	2,0	1,2	1,9	4,7
di cui: *manifattura*	*2,4*	*0,5*	*2,4*	*–0,6*	*1,8*	*0,4*
servizi	*2,1*	*1,4*	*1,8*	*1,6*	*1,8*	*5,3*
Settori che non utilizzano TIC	1,8	0,5	2,1	0,3	1,0	–0,2
di cui: *manifattura*	*3,0*	*2,1*	*3,6*	*2,7*	*1,6*	*0,3*
servizi	*0,6*	*–0,2*	*1,2*	*–0,5*	*0,5*	*–0,3*
altri	*3,4*	*2,0*	*3,2*	*1,2*	*2,1*	*0,7*

Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea.
(1) Tasso di crescita medio annuo. Nel computo dei dati riferiti all'Unione europea si è escluso il Lussemburgo.

Dal lato della domanda, lo sviluppo economico dell'area dell'euro nello scorso decennio è stato frenato dalla prudenza dei comportamenti di spesa di famiglie e imprese, sempre più dominati da incertezza.

Gli andamenti del mercato del lavoro e le restrizioni fiscali necessarie al riequilibrio dei conti pubblici hanno contenuto la crescita del reddito disponibile. L'incremento dei consumi delle famiglie si è così ridotto di oltre mezzo punto nella media del periodo 1993-2003 rispetto al decennio precedente (dal 2,5 all'1,8 per cento). Negli ultimi tre anni è plausibile che l'ancora parziale riforma delle politiche di assistenza e sicurezza sociale abbia contribuito a generare attese di ulteriori misure restrittive, favorendo un incremento del risparmio a scopo precauzionale.

In una situazione caratterizzata da debolezza della domanda interna, nonostante le favorevoli condizioni finanziarie nel decennio 1993-2003 gli investimenti fissi lordi sono cresciuti a un tasso medio annuo inferiore di poco più di mezzo punto percentuale a quello dei dieci anni precedenti (2,0 contro 2,6 per cento). L'accumulazione nel comparto delle costruzioni è rimasta sostanzialmente stazionaria, riflettendo anche il progressivo invecchiamento della popolazione europea.

L'attività economica in Italia

Anche nel 2003 l'attività produttiva in Italia ha continuato a espandersi a tassi modesti (tav. B3). Alla lieve diminuzione del PIL nella prima parte dell'anno è seguito un aumento nel terzo trimestre, favorito dalla ripresa internazionale. Diversamente dagli altri principali paesi dell'area, nell'ultimo trimestre la crescita si è arrestata, in connessione con il calo della spesa delle famiglie e, soprattutto, delle esportazioni.

La dinamica dell'attività manifatturiera ha seguito un profilo simile: l'indice della produzione industriale, corretto per la stagionalità e per il numero di giornate lavorative, ha ripreso a crescere dalla scorsa estate, per poi ristagnare negli ultimi mesi dell'anno (fig. B3). Nella media del 2003 l'indice è calato dello 0,8 per cento. La diminuzione rispetto al punto massimo del ciclo alla fine del 2000 era nel marzo scorso di quasi il 6 per cento, contro una caduta del 3 e dell'1 per cento, rispettivamente, in Germania e Francia.

La crescita del valore aggiunto nei servizi e quella ancora più sostenuta nel settore delle costruzioni (0,7 e 2,5 per cento, rispettivamente) hanno più che compensato la stazionarietà dell'attività nell'industria in senso stretto e la nuova, forte contrazione nell'agricoltura (–5,6 per cento). Con

la recessione degli ultimi quattro anni il peso di questo settore si è ridotto di mezzo punto percentuale, scendendo al 2,5 per cento del PIL, la metà del valore del 1970 (cfr. il capitolo: *L'offerta interna*).

Tav. B3

CONTO ECONOMICO DELLE RISORSE E DEGLI IMPIEGHI IN ITALIA

Voci	Peso in % del PIL nel 2003	2002			2003		
		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	–	0,4	3,1	–	0,3	2,9	–
Importazioni di beni *fob* e servizi (1)	27,4	–0,2	0,1	–0,1	–0,6	–0,8	–0,2
di cui: *beni*	*20,9*	*–1,1*	*–0,2*	*–0,2*	*–1,3*	..	*–0,3*
Impieghi							
Domanda nazionale	99,9	1,3	2,6	1,3	1,2	2,4	1,2
Spesa delle famiglie residenti	60,3	0,5	3,1	0,3	1,3	2,5	0,8
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	18,4	1,9	2,2	0,3	2,2	3,7	0,4
Investimenti fissi lordi	20,3	1,2	2,4	0,2	–2,1	1,9	–0,4
macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	*10,6*	*–0,3*	*1,4*	..	*–5,3*	*0,6*	*–0,6*
costruzioni	*8,8*	*3,3*	*3,7*	*0,3*	*1,8*	*3,3*	*0,2*
beni immateriali	*0,9*	*0,3*	*1,5*	..	*0,6*	*0,6*	..
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	0,8	–	–	0,5	–	–	0,5
Esportazioni di beni *fob* e servizi (3)	27,5	–3,4	1,8	–1,0	–3,9	1,0	–1,1
di cui: *beni*	*21,9*	*–2,9*	*1,4*	*–0,7*	*–4,3*	*0,7*	*–1,0*
Domanda estera netta	0,1	–	–	–0,9	–	–	–0,9

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.

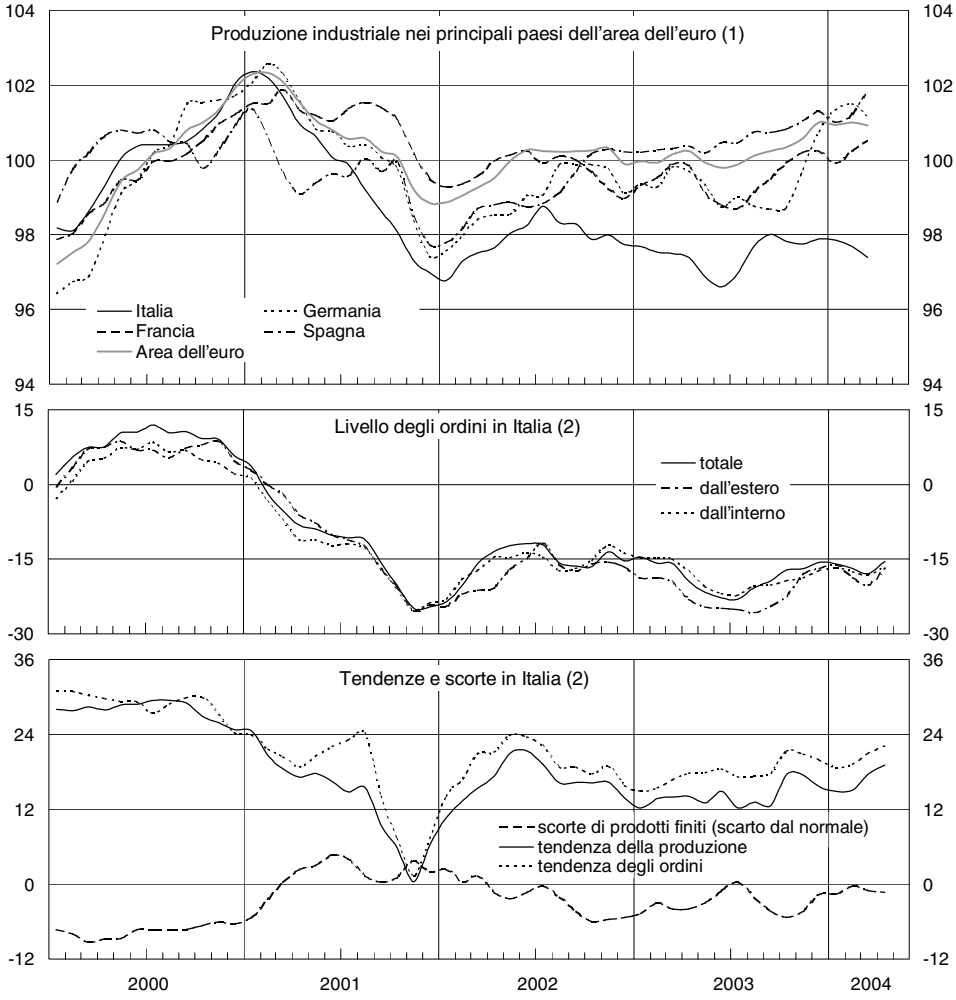
Dal lato della domanda, il contributo positivo delle componenti interne ha più che compensato quello negativo della domanda estera netta, pari a 0,9 punti percentuali. Al lieve calo delle importazioni si è associata una più forte contrazione delle esportazioni (–3,9 per cento in termini reali; tav. B3), concentrata nei settori di specializzazione dell'Italia, come l'abbigliamento e l'arredamento (cfr. il capitolo: *La domanda*). La quota delle merci italiane sul commercio mondiale valutata a prezzi costanti si è così ulteriormente contratta, scendendo al 3,0 per cento, 1,5 punti percentuali in meno rispetto al 1995. Il fiacco andamento della domanda sui principali mercati di sbocco e la perdita di competitività di prezzo, pari complessivamente

a circa il 9 per cento negli ultimi tre anni, si sono sommati alle difficoltà derivanti dal nostro modello di specializzazione.

Fig. B3

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 a eccezione delle scorte.

La marcata riduzione delle vendite all'estero ha quasi dimezzato l'avanzo commerciale rispetto al 2002 (da 14,0 a 8,8 miliardi di euro). Al forte peggioramento del disavanzo della bilancia dei pagamenti di parte corrente, che nel 2003 ha raggiunto i 18,4 miliardi, pari all'1,4 per cento del PIL, hanno contribuito anche gli aumenti del disavanzo nei redditi e nei trasferimenti unilaterali, mentre quello nei servizi è rimasto invariato (cfr. il capitolo: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero*).

Nel 2003 gli investimenti fissi lordi sono diminuiti in termini reali per la prima volta dal 1993, del 2,1 per cento. In un contesto di persistente incertezza sulle prospettive dell'economia, il calo, interamente concentrato nei settori delle macchine, attrezzature e mezzi di trasporto (–5,3 per cento; tav. B3), è riconducibile alla debolezza della domanda interna e alla flessione di quella estera, che hanno sovrastato gli effetti positivi della riduzione del costo del denaro. Il grado di utilizzo della capacità produttiva nell'industria è sceso ai valori minimi dal 1997, soprattutto nei comparti dove più alta è la quota di imprese esportatrici. L'accumulazione nel settore edilizio ha invece continuato a crescere (1,8 per cento), sebbene a ritmi inferiori rispetto al 2002; l'attività nel comparto dell'edilizia residenziale è stata sospinta dal basso costo dei mutui e dall'operare degli incentivi fiscali.

I consumi delle famiglie residenti sono aumentati dell'1,3 per cento, dallo 0,5 nell'anno precedente. Dopo il sensibile incremento dell'ultimo trimestre del 2002 – in particolare nei beni durevoli – la dinamica degli acquisti delle famiglie si è andata spegnendo, fino a registrare una diminuzione negli ultimi tre mesi (cfr. il capitolo: *La domanda*). L'evoluzione dei consumi ha seguito l'andamento negativo dell'indice del clima di fiducia, in netto calo nella seconda metà dell'anno, anche a causa delle vicende legate alla crisi di alcuni gruppi industriali.

Il declino della fiducia negli ultimi tre anni potrebbe aver riflesso i timori delle famiglie di un graduale impoverimento, piuttosto che un effettivo deterioramento delle loro condizioni economiche non riscontrabile né nelle statistiche sulla distribuzione del reddito e sui livelli di povertà, rimasti pressoché immutati dalla metà degli anni novanta (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*), né nella ricchezza, aumentata. Questi timori avrebbero risentito anche dell'incertezza circa il completamento delle riforme in campo previdenziale, che avrebbe contribuito a sostenere la dinamica della propensione al risparmio, in aumento di 0,5 punti percentuali nel 2003 (1,5 punti dal 2000).

Il prolungato ristagno dell'attività produttiva non ha determinato un arresto della dinamica dell'occupazione, ma solo un netto rallentamento: secondo la rilevazione dell'Istat sulle forze di lavoro, nella media del 2003 l'occupazione è aumentata dell'1,0 per cento (1,5 per cento nel 2002), essenzialmente negli impieghi a carattere permanente (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*). Durante l'anno il numero di occupati a termine ha però ripreso ad aumentare a tassi crescenti, anche per effetto della minore rilevanza degli incentivi per l'occupazione a tempo indeterminato. È proseguita la flessione della produttività del lavoro, diminuita di 0,3 punti percentuali.

Nel 2003 il differenziale d'inflazione dell'Italia, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, rispetto al resto dell'area

dell'euro è risultato pari a 0,9 punti percentuali, da 0,4 nel 2002. Vi ha concorso l'elevato aumento del costo del lavoro per unità di prodotto nell'industria in senso stretto (superiore di circa 2,5 punti percentuali a quello medio degli altri principali paesi dell'area), determinato in misura prevalente dal calo della produttività. Nella media del 2003 l'inflazione è salita al 2,8 per cento, 0,2 punti in più che nell'anno precedente, sospinta dalla più sostenuta dinamica dei prezzi delle voci regolamentate. Eliminando queste componenti e quelle più erratiche dell'indice, l'inflazione ha invece rallentato, scendendo dal 3,0 al 2,7 per cento, grazie alla decelerazione dei prezzi sia dei beni, sia dei servizi (cfr. il capitolo: *I prezzi e i costi*).

Diversamente che nel resto dell'area dell'euro, nel 2003 le famiglie italiane hanno continuato a percepire un'inflazione al consumo assai elevata. È plausibile che nei giudizi dei consumatori la dinamica dei prezzi dei beni acquistati più di frequente, caratterizzati da rincari superiori alla media, abbia svolto un ruolo preponderante; inoltre, aumenti e diminuzioni di prezzo potrebbero essere stati valutati in modo asimmetrico.

Le tendenze più recenti

La ripresa dell'attività economica nell'area dell'euro, iniziata nella seconda metà del 2003, si è rafforzata nel primo trimestre dell'anno in corso (0,6 per cento rispetto al periodo precedente secondo la stima preliminare dell'Eurostat); restano incerti i segnali forniti dall'indicatore coincidente EUROCOIN (fig. B4). Nei primi mesi del 2004 l'indice della produzione industriale si è mantenuto sui valori raggiunti alla fine dello scorso anno (fig. B3), probabilmente risentendo dell'apprezzamento del cambio.

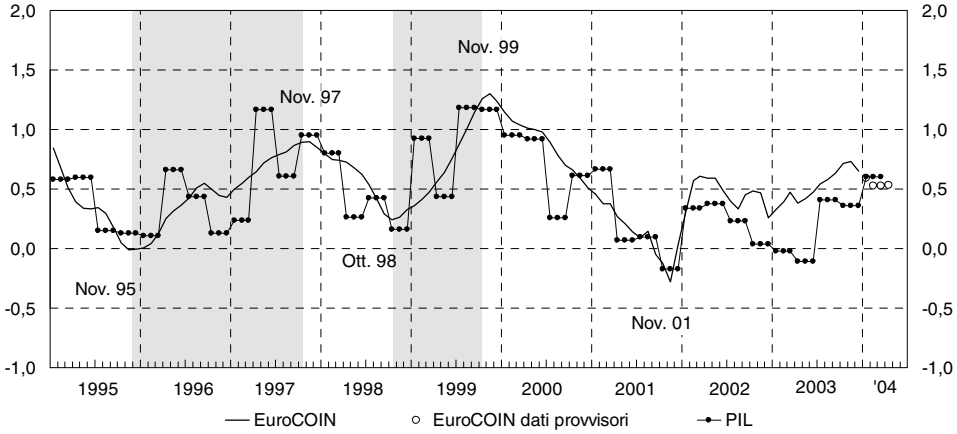
Il quadro congiunturale è caratterizzato da un'accelerazione dei ritmi produttivi, riflessi anche nei più recenti indicatori qualitativi dell'attività delle imprese. Con una dinamica meno incerta dell'attività, gli investimenti tornerebbero ad aumentare, seppure a tassi contenuti, dopo circa tre anni di recessione; anche l'occupazione potrebbe riprendere a espandersi, con effetti positivi sulla fiducia delle famiglie e sui consumi.

Nella generalità delle previsioni, l'inflazione nell'area dell'euro dovrebbe ulteriormente diminuire nel 2004, scendendo al di sotto del 2 per cento nella seconda metà dell'anno; nel 2005 si attesterebbe all'1,6 per cento.

Fig. B4

INDICATORE EUROCOIN DEL CICLO ECONOMICO E PIL DELL'AREA DELL'EURO (1)

(variazioni percentuali sui 3 mesi)



Fonte: Center of Economic Policy Research.

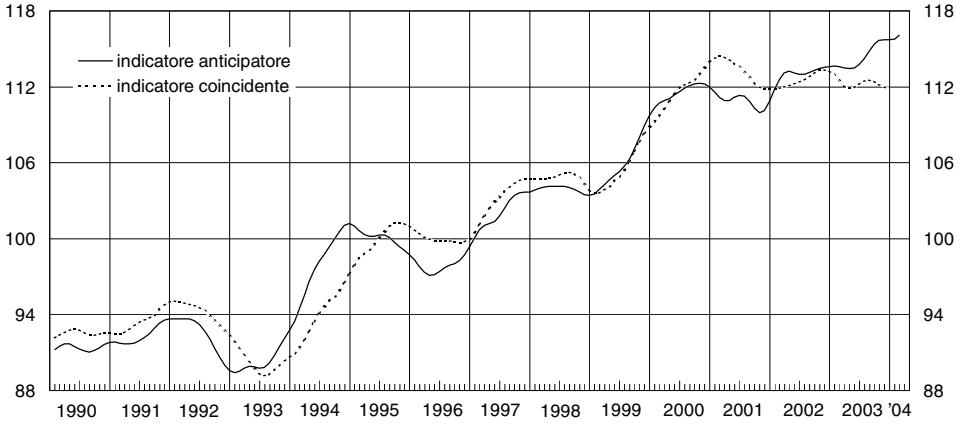
(1) Le aree ombreggiate indicano fasi di ripresa ciclica (per la metodologia di costruzione dell'indicatore, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*).

Il ciclo italiano segue gli sviluppi macroeconomici descritti per l'area dell'euro, ma con maggiori oscillazioni. Dopo il ristagno nell'ultimo trimestre del 2003, si è registrato un incremento del PIL dello 0,4 per cento rispetto al periodo precedente, concentrato nei settori dei servizi e dell'agricoltura. L'indicatore anticipatore dell'economia italiana non mostra ancora un andamento stabilmente crescente (fig. B5).

Fig. B5

INDICATORI DEL CICLO ECONOMICO ITALIANO

(indici: 1995=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, ISAE e Banca d'Italia (cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*)

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 (cfr. il capitolo: *La domanda*), indicherebbero un lieve aumento dell'accumulazione. Secondo un'ulteriore, apposita indagine, le imprese del settore delle costruzioni si attendono per la prima parte del 2004 un'accelerazione dei già elevati ritmi di espansione dell'attività registrati negli ultimi mesi del 2003. Dalla prossima estate, tuttavia, essa rallenterebbe, risentendo della debole dinamica delle opere pubbliche.

LA DOMANDA

L'area dell'euro

I consumi delle famiglie

Nella media del 2003 la spesa delle famiglie nell'area dell'euro è tornata a crescere, in misura modesta (1,0 per cento), dopo il ristagno dell'anno precedente (tav. B1). L'aumento si è prodotto nel primo trimestre. Nell'anno l'incremento dei consumi ha riguardato tutti i maggiori paesi con l'eccezione della Germania, dove si è registrato un lieve calo, che ha confermato per la quarta volta consecutiva una dinamica largamente inferiore rispetto al resto dell'area. Il ritmo di crescita è invece risultato più sostenuto in Francia, Italia e Spagna. Tra il primo e il secondo semestre la spesa delle famiglie ha rallentato ovunque; è diminuita nettamente in Germania.

In Francia e soprattutto in Germania i consumi sono stati frenati dalla moderazione della dinamica retributiva e dalla riduzione dell'occupazione; in Spagna hanno, al contrario, tratto sostegno principalmente dall'espansione del monte retributivo lordo.

Nell'ultimo triennio in Germania la spesa delle famiglie è aumentata in media solo dello 0,1 per cento all'anno contro lo 0,8 dell'Italia e l'1,9 della Francia. Nell'insieme dell'area l'incremento medio è stato dello 0,9 per cento, contribuendo alla crescita del prodotto per circa 0,5 punti percentuali. Se si escludono le tre principali economie, l'aumento dei consumi è risultato pari all'1,2 per cento, con un apporto alla crescita di 0,7 punti.

La debolezza della spesa delle famiglie tedesche è in parte imputabile al persistere di condizioni sfavorevoli nel mercato del lavoro. L'occupazione è in calo dal secondo semestre del 2001; le retribuzioni unitarie sono cresciute in termini nominali dell'1,4 per cento annuo nella media dell'ultimo triennio, appena in linea con l'inflazione. Nello stesso periodo il reddito disponibile è aumentato, in termini reali, solo dello 0,5 per cento circa all'anno, nonostante gli sgravi tributari connessi con la riforma fiscale avviata nel 1999. Si è aggiunta l'incertezza legata all'attuazione delle riforme del sistema di sicurezza sociale, annunciate dal governo nel marzo del 2003 (Agenda 2010) e tuttora in via di definizione (cfr. il capitolo: Il mercato del lavoro*). Il clima di fiducia delle famiglie ne ha sofferto, scendendo su livelli minimi nella prima metà dell'anno; successivamente ha*

segnato un parziale recupero. L'atteggiamento prudente dei consumatori si è riflesso sulla propensione al risparmio, che è cresciuta di oltre un punto percentuale nel corso dell'ultimo triennio, portandosi al 16,5 per cento del reddito disponibile.

Il calo della fiducia delle famiglie tra la metà del 2002 e la metà del 2003 ha interessato tutti i principali paesi. A fronte del recupero avviatosi nell'insieme dell'area dai mesi estivi, le valutazioni sono rimaste prudenti in Francia e in misura più netta in Italia, dove il clima di fiducia, pur con oscillazioni, ha continuato a scendere. Segnali più favorevoli si sono diffusi alle altre maggiori economie dal marzo dell'anno in corso.

Gli investimenti

Nel 2003 l'accumulazione nell'area dell'euro ha continuato a diminuire (–1,0 per cento), segnando rispetto al 2000 una flessione complessiva del 4,1 per cento. L'incidenza degli investimenti sul PIL, che si era allora riportata intorno al 22 per cento, si è bruscamente ridotta di quasi due punti, tornando sui livelli della metà dello scorso decennio (fig. B6). Nonostante il persistere di favorevoli condizioni di finanziamento, i piani di investimento sono stati frenati dagli ampi margini inutilizzati della capacità produttiva e dal protrarsi dell'incertezza circa i tempi e l'intensità della ripresa.

La riduzione degli investimenti fissi lordi è stata particolarmente accentuata in Germania, inferiore in Italia e ancora più contenuta in Francia (tav. B1). Solo in Spagna il processo di accumulazione è continuato, recuperando un ritmo del 3 per cento dopo il netto rallentamento dell'anno precedente, concentrato nelle componenti diverse dalle costruzioni.

Tra il 2000 e il 2003 in Germania la contrazione degli investimenti è stata nel complesso superiore al 13 per cento, riflettendosi in una riduzione di tre punti percentuali della loro quota sul PIL, scesa lo scorso anno a un minimo storico (19,4 per cento). Vi ha contribuito per poco più della metà il prolungato declino della spesa in costruzioni (–3,4 per cento nel 2003). Nell'ultimo triennio in Francia l'accumulazione si è complessivamente ridotta in misura assai più contenuta (–0,2 per cento), mantenendo l'incidenza sul PIL pressoché invariata (circa 20 per cento). Nello stesso periodo in Spagna gli investimenti sono aumentati del 7,5 per cento; il loro peso sul prodotto si è confermato tra i più elevati dell'area (24,7 per cento), con un aumento di quasi quattro punti in dieci anni, nel contesto del processo di recupero del ritardo di sviluppo dell'economia nazionale.

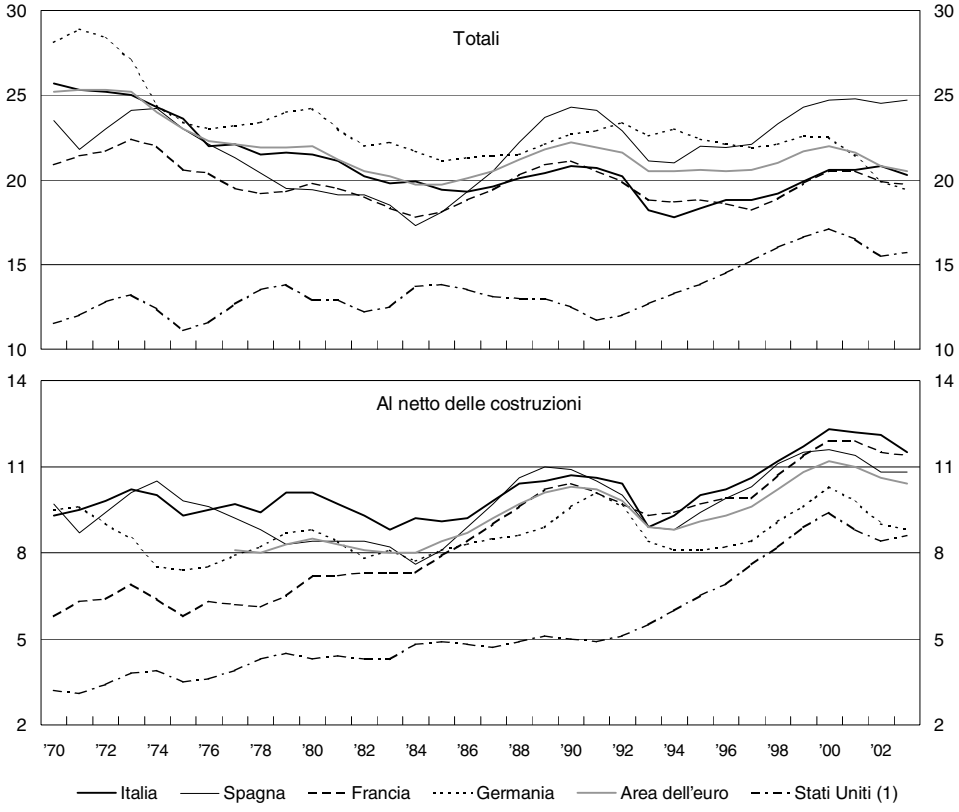
Nel corso del 2003 gli investimenti fissi lordi hanno mostrato un graduale miglioramento nell'insieme dell'area, tornando a crescere nell'ultimo trimestre (2,2 per cento in ragione d'anno) come in tutti

i principali paesi con l'eccezione dell'Italia, dove il calo si è invece accentuato. In Germania l'incremento è stato particolarmente ampio, sostenuto sia dalla spesa in costruzioni, per la prima volta in ripresa dall'autunno del 1999, sia dagli acquisti di beni strumentali. Se si esclude la persistente incertezza nel nostro paese, nella seconda parte dell'anno la spesa delle imprese ha ovunque beneficiato della ripresa delle prospettive di domanda, in particolare grazie al rafforzarsi degli scambi internazionali.

Fig. B6

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.
(1) Settore privato.

Sulla base delle inchieste condotte nello scorso autunno dalla Commissione europea, nel 2003 la quota di investimenti destinati all'ampliamento della capacità produttiva è rimasta sostanzialmente invariata nel complesso dell'area dell'euro, come in Germania e in Francia (rispettivamente, al 31, 33 e 16 per cento); è diminuita in Italia, dal 37 al 24 per cento. In presenza di ampi margini inutilizzati del capitale già installato, in tutti i principali paesi è invece aumentata la percentuale di spesa volta alla razionalizzazione dei processi produttivi, in misura particolarmente pronunciata in Germania e in Italia, dove si è attestata intorno al 30 per cento.

Secondo i conti nazionali nel 2003 la voce "variazione delle scorte e oggetti di valore", che include le discrepanze statistiche nelle stime della domanda e dell'offerta, ha continuato a sostenere per 0,3 punti percentuali la crescita del prodotto dell'area.

Le esportazioni e le importazioni

Nel 2003 le esportazioni di beni e servizi del complesso dell'area – inclusi i flussi tra i paesi membri – sono rimaste pressoché invariate, dopo il rallentamento della crescita in atto da due anni. L'andamento nelle principali economie è stato assai differenziato. Alla contrazione registrata nel nostro paese e in Francia ha fatto riscontro un incremento in Germania e in Spagna (tav. B1). Sulla base degli indici del commercio estero, il totale delle vendite di beni verso i paesi esterni all'area è aumentato dello 0,5 per cento a prezzi costanti (3 per cento nel 2002). Nonostante l'apprezzamento dell'euro, nel corso dell'anno le esportazioni hanno riacquistato vigore sulla spinta della ripresa del commercio mondiale. Per l'insieme dell'area il calo delle esportazioni registrato nel primo semestre è stato pienamente compensato nel secondo; solo in Italia le vendite all'estero sono tornate a diminuire nel quarto trimestre.

Dopo il ristagno del 2002, nell'insieme dell'area le importazioni di beni e servizi – inclusi i flussi tra i paesi membri – sono aumentate dell'1,8 per cento; sulla base degli indici del commercio estero, gli acquisti di beni dall'esterno dell'area sono aumentati in misura maggiore (2,8 per cento), sostenuti dalla pur modesta ripresa della domanda nazionale e dall'apprezzamento valutario (tav. B1). La domanda estera netta ha frenato la crescita del prodotto per 0,6 punti percentuali, per la prima volta in quattro anni. Gli acquisti dall'estero hanno segnato un incremento particolarmente elevato in Spagna; hanno accelerato in Germania, in parte stimolati dall'intensa ricostituzione delle scorte. In questo paese le componenti estere della domanda hanno fornito un apporto negativo alla crescita dell'attività per 0,4 punti percentuali, dopo averla sostenuta per 1,7 punti nel 2002. Le importazioni si sono lievemente ridotte in Italia, hanno ristagnato in Francia; il contributo allo sviluppo del prodotto derivante dagli scambi internazionali è risultato negativo per 0,9 e 0,7 punti, rispettivamente.

Tra il 1998 e il 2003 l'apporto medio alla crescita del prodotto fornito dalla domanda estera netta nell'insieme dell'area è stato trascurabile (0,1 per cento), risultato di dinamiche simili nelle esportazioni e nelle importazioni (circa 1,5 per cento). Nello stesso periodo l'evoluzione dell'interscambio è stata assai più favorevole in Germania, contribuendo per metà alla crescita dell'economia (1,2 per cento annuo) grazie a uno

sviluppo delle esportazioni (1,8 per cento) più accentuato di quello delle importazioni (1,2 per cento). Nel quinquennio in Francia la domanda estera netta ha invece frenato l'espansione del prodotto (2,1 per cento annuo) per 0,3 punti, riflettendo incrementi medi delle esportazioni e delle importazioni dell'1,0 e 1,3 per cento, rispettivamente.

L'economia italiana

I consumi delle famiglie

Nella media del 2003 la spesa a prezzi costanti delle famiglie italiane è cresciuta dell'1,3 per cento, in lieve ripresa rispetto al più modesto incremento registrato nel biennio precedente. Tenendo conto delle variazioni della spesa all'estero delle famiglie residenti (3,5 per cento) e di quella in Italia da parte dei non residenti (–4,1 per cento), entrambe influenzate dall'apprezzamento valutario, i consumi interni sono aumentati in misura più contenuta (1,0 per cento; tav. B4).

Come nel biennio precedente è continuata la crescita della spesa per servizi, principalmente per quelli sanitari e per la casa. Fra i beni durevoli, gli acquisti di mezzi di trasporto sono scesi nella media dell'anno di quasi il 3 per cento dopo il forte incremento nel secondo semestre del 2002, quando erano in vigore gli incentivi alla rottamazione. La domanda degli altri beni durevoli è aumentata del 4,1 per cento, sostenuta principalmente dagli articoli per la casa, come elettrodomestici e mobilio, in un contesto di prolungata espansione dell'edilizia residenziale.

La spesa delle famiglie in beni e servizi ad alto contenuto tecnologico (comunicazioni, computer ed elettronica) è cresciuta rapidamente nell'ultimo decennio, con un incremento del suo peso sui consumi complessivi dal 2,6 per cento nel 1993 al 5,6 lo scorso anno. La diffusione di questi prodotti ha ormai raggiunto larghe fasce di popolazione. Secondo l'indagine annuale condotta dall'ISAE nel gennaio scorso, il 78 per cento dei consumatori intervistati dichiara di possedere un telefono cellulare, il 51 un computer e il 41 di avere un accesso a internet; le stesse percentuali nel 2000 erano pari a 59, 24 e 14 per cento, rispettivamente.

Dopo una stazionarietà nella prima metà dell'anno seguita all'esaurirsi degli incentivi alla fine del 2002, la spesa delle famiglie ha segnato un temporaneo recupero nei mesi estivi; nell'ultimo trimestre si è ridotta, per la prima volta in due anni. Solo la domanda di servizi ha mantenuto una dinamica positiva, a fronte del sostanziale ristagno degli acquisti di beni durevoli e di un netto calo di quelli di beni non durevoli.

Tav. B4

SPESA DELLE FAMIGLIE ITALIANE

(a prezzi 1995; variazioni percentuali)

	Peso % nel 2003	2000	2001	2002	2003
Beni non durevoli	43,4	1,6	0,1	..	0,5
di cui: *alimentari e bevande*	*16,0*	*2,1*	*0,2*	*0,8*	*0,8*
vestiario e calzature	*9,0*	*2,5*	*–0,2*	*–0,8*	*–2,0*
Beni durevoli	11,9	5,8	–0,7	–1,8	1,8
di cui: *mobili e riparazioni*	*3,8*	*2,8*	*–1,4*	*–4,8*	*2,4*
elettrodomestici e riparazioni	*1,5*	*1,1*	*0,7*	*4,2*	*9,6*
apparecchi TV, fotografici, computer e Hi-Fi	*1,4*	*14,6*	*6,4*	*2,7*	*1,2*
mezzi di trasporto	*3,8*	*2,8*	*–3,2*	*0,2*	*–2,9*
Servizi	44,8	4,0	1,6	0,6	1,3
di cui: *alberghi e ristoranti*	*9,2*	*8,6*	*2,5*	*–0,8*	*–0,5*
comunicazioni	*4,3*	*18,4*	*4,6*	*3,2*	*5,3*
servizi ricreativi e culturali	*2,6*	*5,9*	*–0,7*	*0,3*	*–0,5*
servizi sanitari	*3,1*	*0,6*	*–1,0*	*1,9*	*2,8*
Totale spesa interna	100,0	3,1	0,7	0,1	1,0
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	–3,2	–5,6	7,1	3,5
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	8,5	–5,5	–5,3	–4,1
Totale spesa nazionale	–	2,7	0,8	0,5	1,3
Per memoria:					
Deflatore della spesa nazionale	–	2,9	2,8	3,1	2,5

Fonte: Istat, *Conti nazionali.*

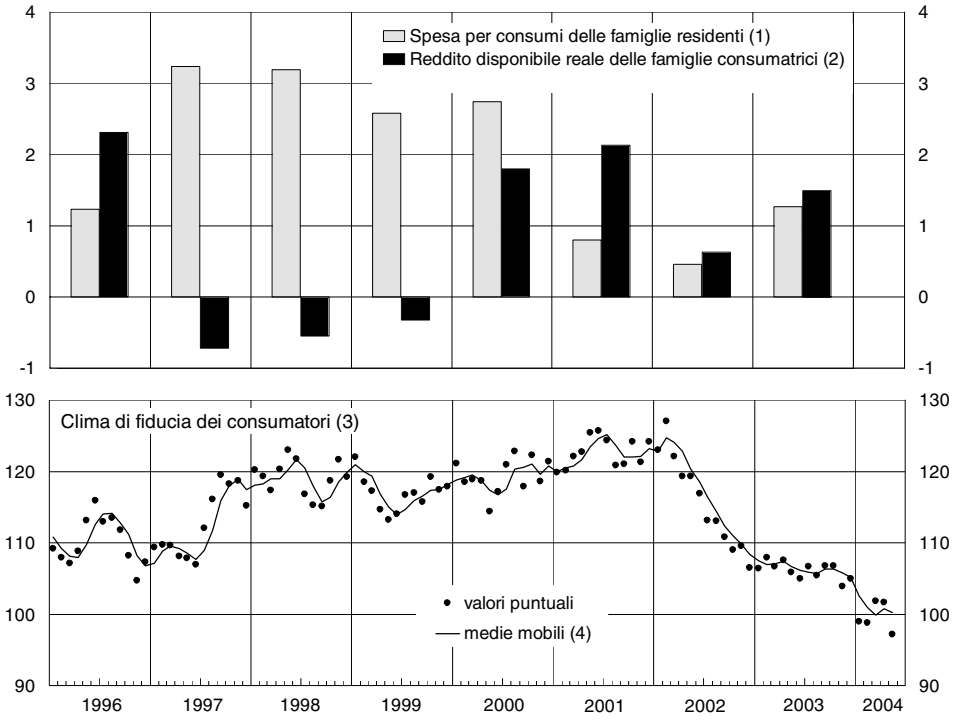
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2003 rispettivamente al 2,6 e al 3,6 per cento del totale della spesa interna.

Pur in un quadro di miglioramento della capacità di spesa, la domanda delle famiglie ha risentito del persistente pessimismo circa le prospettive della situazione economica generale e del mercato del lavoro. Secondo le rilevazioni dell'ISAE, nel 2003 un netto peggioramento ha interessato anche le valutazioni della situazione finanziaria personale. Ne è disceso un progressivo calo del clima di fiducia, protrattosi agli inizi di quest'anno, sino a toccare in maggio un nuovo minimo storico (fig. B7).

Nel 2003 il reddito lordo disponibile delle famiglie consumatrici italiane è cresciuto del 4,0 per cento in termini nominali, dell'1,5 a prezzi costanti, con una accelerazione rispetto al 2002 (tav. B5). Correggendo per la minore erosione del potere d'acquisto delle attività finanziarie nette, derivante dalla riduzione nel corso dell'anno dell'inflazione attesa, l'aumento a prezzi costanti è stato del 2,1 per cento.

Fig. B7

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.

La crescita del reddito disponibile nominale è spiegata per poco meno della metà dall'aumento del monte retributivo lordo, che rappresenta circa il 40 per cento del totale. L'incremento delle retribuzioni unitarie al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori si è accompagnato con quello, ancorché in forte rallentamento, del numero di unità standard di lavoro; l'andamento dei redditi da lavoro dipendente è stato sostenuto dall'inasprimento dei contributi sociali complessivi, in larga parte connesso con la regolarizzazione dei lavoratori immigrati. Rispetto allo scorso anno si è rafforzata la dinamica dei redditi da lavoro autonomo (27 per cento del totale), pur in presenza di una sostanziale stazionarietà delle unità standard. I redditi netti da proprietà sono leggermente aumentati, dopo essere rimasti pressoché invariati nel 2002. Il favorevole andamento del risultato lordo di gestione (6,1 per cento), che per le famiglie consumatrici è costituito principalmente dai redditi da locazione degli immobili, ha più che compensato i minori proventi delle attività finanziarie. La flessione degli interessi netti affluiti alle famiglie è stata pari a 6,9 per cento, meno della metà della contrazione segnata nel 2002; i dividendi percepiti dalle famiglie e gli altri utili distribuiti dalle società hanno nel complesso registrato un lieve incremento (0,9 per cento).

Tav. B5

REDDITO LORDO DISPONIBILE E PROPENSIONE AL RISPARMIO IN ITALIA

(a prezzi correnti; salvo diversa indicazione)

Voci	2000	2001	2002	2003
	Variazioni percentuali			
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	5,2	5,7	4,3	3,5
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	*3,0*	*3,3*	*2,4*	*3,8*
Contributi sociali totali (1)	*0,2*	*0,3*	*0,1*	*–0,7*
Unità standard di lavoro dipendente	*1,9*	*2,1*	*1,8*	*0,5*
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	3,4	5,4	2,2	3,0
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	*2,5*	*4,3*	*2,8*	*3,0*
Contributi sociali totali (1)	*–0,5*	*0,5*	*–0,6*	*–0,2*
Unità standard di lavoro indipendente	*1,4*	*0,5*	*..*	*0,2*
Redditi netti da proprietà (3)	7,7	2,5	–0,2	2,0
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	2,8	3,3	6,3	5,1
di cui: *prestazioni sociali nette*	*3,0*	*3,8*	*6,0*	*4,9*
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (–)	4,8	1,4	1,1	0,2
Reddito lordo disponibile delle famiglie (4)	**4,8**	**4,9**	**3,7**	**4,0**
a prezzi 1995 (5)	1,8	2,1	0,6	1,5
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione attesa (6)	1,8	1,7	0,6	2,1
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione passata (7)	1,6	2,6	–0,3	2,5
Reddito lordo disponibile del settore privato	**5,2**	**4,3**	**3,4**	**3,3**
a prezzi 1995 (5)	2,2	1,5	0,3	0,7
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione attesa (6)	2,4	1,3	0,2	1,2
a prezzi 1995, corretto per l'inflazione passata (7)	2,3	2,0	–0,4	1,5
	Rapporti percentuali			
Propensione media al risparmio delle famiglie (4) (8)	**11,2**	**12,4**	**12,5**	**12,7**
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	8,7	9,5	9,6	10,4
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	8,0	9,6	8,9	10,0
Propensione media al risparmio del settore privato (8)	**23,5**	**24,0**	**23,9**	**23,5**
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	24,0	24,6	24,6	24,0
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	24,1	24,6	24,7	24,1

Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat.

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

L'azione delle Amministrazioni pubbliche è stata nel complesso neutrale: all'incremento delle prestazioni sociali (4,9 per cento) è corrisposto quello dei contributi sociali (5,8 per cento) e una sostanziale stazionarietà delle imposte correnti sul reddito e sul patrimonio; l'incidenza di queste ultime si è ridotta dal 14,4 al 13,9 per cento del reddito disponibile.

Sommando alle imposte correnti quelle contabilizzate in conto capitale, sospinte lo scorso anno dai provvedimenti di sanatoria, il peso del prelievo fiscale è salito dal 14,6 al 14,9 per cento (era pari a 13,1 per cento nel 1994).

La propensione al risparmio delle famiglie consumatrici è salita al 12,7 per cento (12,5 nel 2002). Misurato sulla base del reddito corretto per l'erosione monetaria attesa, l'aumento è stato di quasi un punto percentuale, al 10,4 per cento.

Con il prolungarsi del dibattito sulla riforma del sistema previdenziale, negli anni recenti le famiglie italiane avrebbero percepito una maggiore incertezza circa le prestazioni attese al momento del ritiro dal mercato del lavoro. Secondo l'Indagine sui bilanci delle famiglie condotta dalla Banca d'Italia, nel 2002 oltre il 30 per cento degli occupati non era in grado di valutare l'adeguatezza della pensione pubblica attesa rispetto ai bisogni familiari; tra i rimanenti, più del 70 per cento la riteneva insufficiente. Sempre secondo l'Indagine, si è ridotto il rapporto tra la prestazione previdenziale attesa e la retribuzione prevista al momento del ritiro, nel 2002 sceso al 68,5 dal 71 per cento nel 2000; nel 1989 era pari al 79,3 per cento. Secondo stime recenti, in rapporto al reddito disponibile la ricchezza pensionistica, che misura il valore attuale dei flussi attesi delle prestazioni, è scesa a un valore di quasi 3 nel 2002, più che dimezzandosi in dieci anni. Secondo una recente analisi econometrica del Servizio Studi, che consolida analoghi risultati ottenuti in passato, ne sarebbe disceso un impulso negativo sui piani di consumo. Al fine di compensare il ridotto apporto derivante dalla componente pensionistica, le famiglie avrebbero intensificato l'accumulazione di altre forme di ricchezza (soprattutto immobiliare negli anni più recenti). Tra il 1992 e il 2002 il rapporto tra ricchezza non pensionistica e reddito disponibile è aumentato di due unità, intorno a 8, al netto della pur cospicua rivalutazione degli immobili. Nell'ultimo decennio il valore della consistenza della attività finanziarie nette è cresciuta in media di poco più del 7 per cento all'anno, attestandosi nel 2003 intorno a 2.500 miliardi di euro; nello stesso periodo, la consistenza della ricchezza immobiliare, che rappresenta quasi il 60 per cento del totale per le famiglie consumatrici, è cresciuta con un ritmo stimabile di quasi il 5 per cento all'anno in valore, portandosi sopra i 4.000 miliardi di euro.

Allo scopo di sostenere il processo di accumulazione, la propensione al risparmio delle famiglie avrebbe dapprima rallentato la caduta, per poi tornare a crescere dal 2001: includendo nei consumi i servizi dei beni durevoli e correggendo per la perdita di potere di acquisto delle attività finanziarie, l'aumento nell'ultimo triennio è stato di quasi due punti percentuali.

Nel complesso del settore privato (famiglie e imprese) il reddito lordo disponibile a prezzi correnti ha mantenuto una dinamica in linea con quella

dell'anno precedente, intorno al 3 per cento. In presenza di un calo degli utili delle imprese non distribuiti, la propensione al risparmio del settore privato è scesa dal 23,9 al 23,5 per cento. Nell'intera economia il calo è stato più marcato (da 19,9 a 18,7 per cento), riflettendo la contrazione del risparmio delle Amministrazioni pubbliche (–0,3 per cento; 0,8 nel 2002; tav. B6).

Tav. B6

RISPARMIO E INVESTIMENTI LORDI IN ITALIA

(quote percentuali del reddito nazionale lordo disponibile)

Voci	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 1994-2003	2000	2001	2002	2003
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	–6,4	–3,3	–0,9	1,5	1,0	0,8	–0,3
Risparmio del settore privato	28,8	24,1	21,7	18,8	19,2	19,2	18,9
di cui: *famiglie consumatrici*	*22,4*	*14,0*	*11,1*	*7,7*	*8,5*	*8,7*	*8,9*
Risparmio nazionale lordo	22,4	20,7	20,8	20,3	20,2	19,9	18,7
Investimenti lordi	23,3	19,9	19,7	20,5	19,9	20,2	19,9
Per memoria:							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	–0,9	0,8	1,1	–0,2	0,3	–0,3	–1,2

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

Gli investimenti

Nel 2003 gli investimenti fissi lordi si sono ridotti del 2,1 per cento, frenati dalla forte flessione della spesa in macchinari e attrezzature e di quella in mezzi di trasporto (tav. B7). Escludendo il temporaneo rialzo registrato nella seconda metà del 2002 in corrispondenza della scadenza degli incentivi fiscali, il ridimensionamento degli acquisti di beni strumentali si protrae dal secondo trimestre del 2001: la più lunga fase flettente dell'ultimo trentennio. Nello scorso anno ne è derivato un contributo negativo alla crescita del prodotto per 0,6 punti percentuali. È invece continuata l'espansione degli investimenti in costruzioni, seppure con un ritmo (1,8 per cento) pari a circa la metà di quello medio annuo registrato tra il 1999 e il 2002. Al rallentamento ha in larga parte contribuito la brusca interruzione della fase di espansione delle opere del Genio civile.

Lo scorso anno l'incidenza degli investimenti sul prodotto è tornata a ridursi per la prima volta dalla recessione dei primi anni novanta, scendendo all'11,5 e al 20,3 per cento, rispettivamente, per i beni strumentali e per il totale (12,1 e 20,8 per cento nel 2002).

Al netto del deprezzamento del capitale, nel 2003 l'accumulazione è caduta di oltre il 10 per cento, diminuendo per il terzo anno consecutivo (tav. B7). L'incidenza degli ammortamenti sulla spesa complessiva delle imprese è salita al 71,2 per cento (era pari a 66 nel 2000), riflettendo la graduale ricomposizione del capitale verso i cespiti con minore vita media, in particolare quelli afferenti alle nuove tecnologie della comunicazione e dell'informazione.

Nel primo trimestre del 2003 la componente diversa dalle costruzioni ha bruscamente annullato il temporaneo rialzo registrato nella seconda metà dell'anno precedente, connesso con l'anticipo della spesa al fine di fruire delle agevolazioni fiscali previste dalla cosiddetta Tremonti-bis (legge 18 ottobre 2001, n. 383), che scadevano alla fine del 2002. Dopo essersi gradualmente attenuata, la flessione è tornata ad accentuarsi nell'ultimo trimestre (–8,3 per cento in ragione d'anno). In un contesto di basso costo del denaro, l'attività di investimento è stata frenata dal ritardato avvio della ripresa della domanda rispetto alle attese iniziali, oltreché dal peggioramento degli utili e della situazione finanziaria delle imprese, dopo una prolungata tendenza positiva (cfr. il capitolo della sezione D: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*). Vi si è aggiunto il permanere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata, in misura più accentuata nei settori che esportano una quota elevata della produzione.

Tav. B7

INVESTIMENTI FISSI IN ITALIA

(a prezzi 1995; valori percentuali)

Voci	Composizione % nel 2003	Variazioni			Quote del PIL		
		2001	2002	2003	2001	2002	2003
Costruzioni	43,5	3,0	3,3	1,8	8,5	8,7	8,8
abitazioni	*23,9*	*1,4*	*4,4*	*2,3*	*4,6*	*4,8*	*4,9*
altre costruzioni	*19,6*	*4,8*	*1,9*	*1,3*	*3,9*	*3,9*	*4,0*
Macchine e attrezzature	40,5	–0,4	–0,3	–4,0	8,7	8,6	8,2
Mezzi di trasporto	11,4	5,8	–0,3	–9,8	2,6	2,6	2,3
Beni immateriali	4,5	2,9	0,3	0,6	0,9	0,9	0,9
Totale investimenti fissi lordi	**100**	**1,9**	**1,2**	**–2,1**	**20,6**	**20,8**	**20,3**
Totale escluse le abitazioni	–	2,0	0,2	–3,4	16,1	16,0	15,5
Totale escluse le costruzioni	–	1,1	–0,3	–4,9	12,2	12,1	11,5
Totale investimenti fissi netti (1)	**–**	**–0,5**	**–2,4**	**–12,0**	**6,8**	**6,7**	**5,8**

Fonte: Istat, *Conti nazionali.*
(1) Al netto degli ammortamenti.

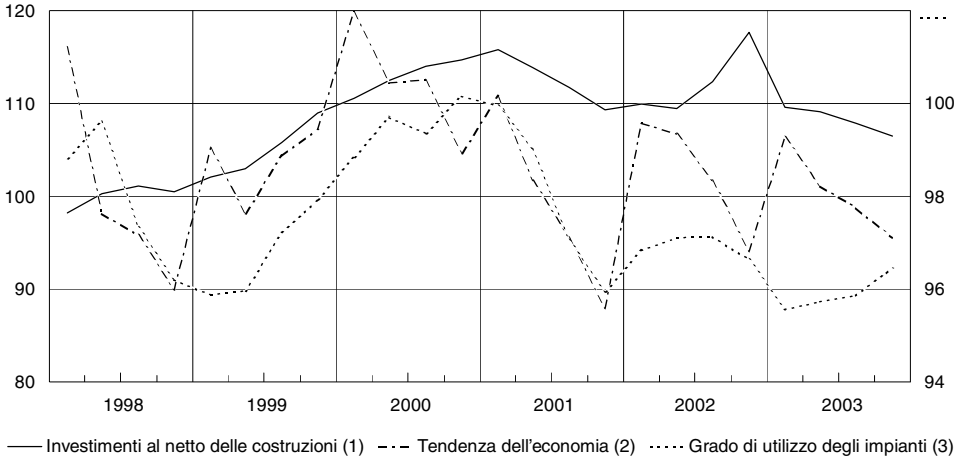
Secondo le indagini condotte dall'ISAE, le attese delle imprese industriali circa le prospettive della domanda hanno presentato accentuate oscillazioni nel corso della prima metà del 2003; dopo essere migliorate nei

mesi estivi, sono tornate a indebolirsi nello scorcio dell'anno. In quest'ultimo periodo anche l'indice composito del clima di fiducia ha ripreso una tendenza lievemente negativa, dopo avere bruscamente recuperato l'accentuato calo iniziale; è tornato a salire solo dallo scorso marzo.

Pur registrando un modesto aumento nel corso del 2003, alla fine dell'anno nel complesso dell'industria manifatturiera il grado di utilizzo degli impianti è rimasto poco al di sopra dei livelli minimi degli ultimi otto anni (fig. B8). Nonostante la ripresa del commercio mondiale, l'assenza di pressioni dal lato della domanda è risultato ancora più evidente nei settori più aperti alle esportazioni, dove l'impiego della capacità produttiva installata ha registrato un netto calo rispetto al 2002.

Fig. B8

INVESTIMENTI, GRADO DI UTILIZZO DEGLI IMPIANTI E GIUDIZI DEGLI IMPRENDITORI SULLA TENDENZA DELL'ECONOMIA IN ITALIA



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE.

(1)Valori a prezzi costanti. Indici: 1998=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: 1998=100. – (3) Media aritmetica degli indicatori Banca d'Italia (Wharton) e ISAE per l'industria. Indici 1989=100. Scala di destra.

Nel 2003 gli investimenti in costruzioni residenziali hanno mantenuto una dinamica sostenuta (tav. B7), che ha interessato sia la spesa per nuove abitazioni, sia quella per opere di ristrutturazione e manutenzione straordinaria, quest'ultima favorita dall'ulteriore proroga delle agevolazioni fiscali introdotte dal 1998 (legge 27 dicembre 1997, n. 449). La domanda sul mercato immobiliare si è confermata robusta, continuando a beneficiare delle condizioni favorevoli per l'accensione di mutui ipotecari, che lo scorso anno hanno di nuovo segnato un netto aumento (16,1 per cento). Si è protratta l'accelerazione delle quotazioni immobiliari avviatasi nel 2000 (tav. B8).

Secondo l'indice elaborato dalla Banca d'Italia sulla base delle informazioni rilevate da Il Consulente immobiliare *e relativo a tutte le città capoluogo di provincia, tra il 1999 e il 2003 le*

quotazioni delle compravendite di abitazioni nuove o integralmente ristrutturate sono aumentate del 6,4 per cento annuo in più della crescita dei prezzi al consumo (fig. B9). Alla fine dello scorso anno l'indice si è collocato intorno al massimo toccato nel 1992, al culmine di un'espansione che si protraeva da sei anni con un ritmo del 9,7 per cento annuo in termini reali. L'attuale fase di rivalutazione appare nel complesso più moderata, già in rallentamento nell'anno in corso secondo i giudizi degli operatori, prospettando, come in passato, una sua attenuazione graduale.

Nel 2003 la dispersione territoriale dell'andamento delle quotazioni immobiliari si è nettamente accentuata, con un aumento della deviazione standard da 5,4 a 7,7. Al forte incremento registrato nei 14 capoluoghi con popolazione residente superiore alle 250.000 unità (13,5 per cento in termini reali) si è contrapposto quello assai più contenuto nell'insieme dei rimanenti (3 per cento). Gli aumenti sono stati particolarmente elevati a Firenze, Napoli e Roma, a fronte delle diminuzioni, sempre al netto dell'inflazione al consumo, registrate a Palermo, Aosta, Catanzaro e Campobasso (tav. B8).

Tav. B8

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

Voci	Peso % sul totale (2)	2000	2001	2002	2003	Prezzi nominali relativi (3)
Roma	4,74	1,5	4,7	12,5	19,0	1,62
Milano	2,51	1,4	12,3	9,4	17,6	1,74
Torino	1,71	1,6	–0,4	7,7	8,7	0,88
Napoli	1,37	–3,9	0,6	12,0	19,6	1,28
Genova	1,21	–7,0	9,7	18,3	6,0	1,02
Palermo	1,04	2,9	–0,2	9,5	–7,7	0,64
Bologna	0,77	1,6	14,5	6,6	13,5	1,22
Firenze	0,69	11,4	21,4	23,4	22,9	1,38
Venezia	0,50	–4,9	5,4	11,8	7,6	1,36
Bari	0,49	–0,7	4,3	3,8	11,8	0,83
Trieste	0,45	–3,2	–2,0	14,1	3,5	0,75
Cagliari	0,28	4,8	4,2	–1,4	13,3	0,72
Perugia	0,23	–7,0	3,1	6,4	2,4	0,68
Ancona	0,17	–5,8	–1,9	19,8	1,4	0,83
Trento	0,17	1,3	0,3	9,4	3,1	0,81
Catanzaro	0,13	–0,7	12,2	9,4	–3,6	0,51
L'Aquila	0,11	–3,9	–3,5	6,9	10,4	0,60
Potenza	0,09	–1,1	–4,4	5,6	2,4	0,56
Campobasso	0,07	6,5	–0,4	7,7	–2,3	0,55
Aosta	0,06	0,3	0,2	7,9	–6,0	0,79
Italia	**100**	**1,3**	**5,0**	**8,8**	**10,4**	**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) Prezzi in euro per mq. ottenuti deflazionando i prezzi correnti con i prezzi al consumo in ciascuna località. – (2) incidenza sul totale delle unità abitative in Italia nel 2003. – (3) Prezzi medi nominali nelle singole città in rapporto alla media nazionale nel 2003; quest'ultima è pari a 2.747 euro per mq.

Fig. B9

QUOTAZIONI DELLE COMPRAVENDITE DI ABITAZIONI NUOVE IN ITALIA

(dati annuali; indici: 1995=100)

Fonte: elaborazioni Banca d'Italia su dati de *Il Consulente Immobiliare* e Istat.
(1) Deflazionato con l'indice dei prezzi al consumo.

Gli investimenti nel settore dell'edilizia non residenziale hanno rallentato dall'1,9 all'1,3 per cento, frenati dalla sostanziale stazionarietà delle opere del Genio civile (8,3 per cento nel 2002), che rappresentano circa un terzo dell'intero comparto edile, comprendendo parte delle opere pubbliche e investimenti infrastrutturali realizzati da imprese private. Il ristagno si sarebbe concentrato in questi ultimi.

Secondo la rilevazione semestrale condotta dalle Filiali della Banca d'Italia tra febbraio e aprile di quest'anno su un campione di 464 imprese edili, nel comparto delle opere pubbliche l'accumulazione nel 2003 è proceduta a ritmi elevati (oltre il 5 per cento in termini reali). L'espansione è il risultato dell'avanzamento nei lavori ferroviari e autostradali di importo elevato e nelle opere di riassetto viario attorno alle grandi città. Incide invece negativamente il ritardo (di circa due anni) nella realizzazione delle cosiddette Grandi opere individuate nella Legge Obiettivo (legge 21 dicembre 2001, n. 443), il cui impatto economico risulterebbe differito al biennio 2005-06.

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 4.100 imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari (cfr. nell'Appendice la sezione *Note metodologiche*), nel 2003 gli investimenti fissi lordi nel comparto dell'industria si sono contratti più di quanto anticipato nei piani rilevati nella precedente indagine; il tasso di realizzazione si è abbassato al 92,9 per cento, pari quasi al minimo registrato nella recessione del 1993 (tav. B9). Vi si è contrapposto un incremento dell'accumulazione

nel comparto dei servizi, di gran lunga superiore rispetto ai programmi iniziali, grazie all'ingente spesa in beni immateriali del settore 'trasporti e telecomunicazioni'.

Tav. B9

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 2003, 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 2003	–16,9	–18,8	–14,2	–12,2	–19,0	–12,9	–18,1	–15,1	–21,2
Tasso di realizzo (4)	92,9	100,6	95,3	96,8	86,9	93,9	89,9	93,8	90,5
Programmi per il 2004	3,2	–6,4	–4,4	2,6	12,0	7,4	4,3	4,6	–0,3
di cui: *manifattura*									
Consuntivo per il 2003 ...	*–16,9*	*–19,2*	*–14,6*	*–17,5*	*–16,6*	*–15,5*	*–15,8*	*–13,7*	*–21,8*
Tasso di realizzo (4)	*93,7*	*100,2*	*95,4*	*93,8*	*86,9*	*96,1*	*89,2*	*95,8*	*90,3*
Programmi per il 2004 ...	*0,8*	*–6,1*	*–4,5*	*2,1*	*11,6*	*5,7*	*1,0*	*1,4*	*..*
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2003	2,2	–8,9	–9,4	–6,9	15,8	....	....	7,2	–10,0
Programmi per il 2004	–2,1	–6,5	–8,0	–0,5	1,6	....	....	–2,8	–0,4
Totale									
Consuntivo per il 2003	–8,3	–15,2	–13,0	–9,6	–3,1	–12,9	–18,1	–5,1	–16,4
Programmi per il 2004	0,7	–6,1	–5,6	1,2	6,5	7,4	4,3	1,1	–0,2

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) Con riferimento al 2003; 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. – (3) Riferito alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti. – (4) Rapporto percentuale tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2002 per il 2003 a prezzi correnti. – (5) Servizi privati non finanziari.

Il ridimensionamento dell'accumulazione segnalato dalle Indagini (–8,3 per cento nell'economia) è assai più marcato di quello registrato dai conti nazionali; la discrepanza è riconducibile all'esclusione dal campione, oltreché di alcuni comparti (come agricoltura, costruzioni e intermediazione monetaria e finanziaria), delle unità al di sotto dei 20 addetti, la cui attività di investimento è stata presumibilmente più intensa, come segnalerebbe la più forte crescita dei prestiti bancari a queste imprese che a quelle di maggiore dimensione (cfr. nella sezione D il capitolo: Le banche e gli altri intermediari creditizi*).*

La flessione degli investimenti nelle imprese industriali è stata particolarmente accentuata nelle regioni del Nord Est e del Centro, in cui si è registrato il più basso tasso di realizzo dei piani iniziali (tav. B10).

Tav. B10

INVESTIMENTI FISSI LORDI DELLE IMPRESE SECONDO LE INDAGINI DELLA BANCA D'ITALIA, PER QUOTA DI FATTURATO ESPORTATO E SEDE AMMINISTRATIVA

(variazioni percentuali, a prezzi 2003, 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 2003 ...	–16,9	–17,5	–16,3	–15,9	–17,8	–14,0 (–15,0)	–18,9 (–18,8)	–21,7 (–24,4)	–12,4 (–12,2)
Tasso di realizzo (3)	92,9	92,3	95,4	89,2	95,0	95,3	93,5	88,9	90,2
Programmi per il 2004	3,2	6,0	4,7	1,5	–3,4	3,8 (0,9)	0,6 (0,9)	6,7 (4,1)	–3,0 (13,1)
di cui: *manifattura*									
Consuntivo per il 2003	*–16,9*	*–16,4*	*–16,0*	*–17,5*	*–17,8*	*–15,4 (–16,1)*	*–19,5 (–18,1)*	*–18,1 (–20,6)*	*–15,1 (–14,6)*
Tasso di realizzo (3)	*93,7*	*89,8*	*96,1*	*91,4*	*94,9*	*94,0*	*93,8*	*96,7*	*89,8*
Programmi per il 2004	*0,8*	*–1,2*	*4,0*	*0,1*	*–3,4*	*3,2 (–0,7)*	*0,5 (0,1)*	*–4,4 (–2,1)*	*–3,0 (10,9)*
Servizi (4)									
Consuntivo per il 2003 (5)	2,2	–7,1	20,3			17,8 (–2,2)	–9,4 (1,5)	–8,7 (2,1)	–4,8 (8,3)
Programmi per il 2004 (5)	–2,1	–0,5	–6,2			–4,2 (2,7)	–1,5 (–3,6)	3,9 (–3,3)	–5,6 (–5,0)
Totale									
Consuntivo per il 2003 ...	–8,3	–12,5	3,2	–15,6	–18,2	–0,4 (–9,7)	–14,1 (–9,9)	–16,5 (–11,7)	–9,1 (–2,7)
Programmi per il 2004	0,7	2,7	–1,8	1,2	2,2	–0,1 (1,6)	–0,3 (–1,5)	5,6 (–0,7)	–3,9 (4,1)

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 tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2002 per il 2003, a prezzi correnti. – (4) Servizi privati non finanziari. – (5) Per quote di fatturato esportato superiori a 1/3 la numerosità campionaria non consente di ottenere stime significative.

L'accumulazione si è ridotta in misura più pronunciata per le imprese industriali con 20-49 addetti e per quelle con oltre 500; al contrario di queste ultime, che avevano previsto una diminuzione assai più contenuta, le unità di piccola dimensione hanno sostanzialmente rispettato i piani iniziali, che erano nettamente in ribasso dopo la forte crescita della spesa riportata per il 2002.

Il ridimensionamento degli investimenti riflette la debolezza della domanda in tutti i principali comparti: a fronte di un sostanziale ristagno nei servizi (0,2 per cento), il fatturato dell'industria si è ridotto di mezzo

punto percentuale, di quasi un punto per le sole imprese manifatturiere. Nel complesso delle indagini, le vendite hanno registrato una crescita significativa solo al Sud e nelle Isole (1,2 per cento), a fronte di una diminuzione al Centro e nel Nord Ovest (–0,5 per cento).

I programmi per il 2004 indicano una modesta ripresa dell'accumulazione complessiva (0,7 per cento), concentrata nell'industria (3,2 per cento); la spesa delle imprese del terziario subirebbe invece una contrazione del 2,1 per cento. All'aumento, ancorché modesto, degli investimenti contribuirebbe soprattutto la maggiore spesa programmata dalle imprese industriali con oltre 200 addetti (tav. B9). Nel terziario si registrerebbe un calo particolarmente accentuato nelle unità con meno di 200 addetti, solo in parte compensato dall'incremento previsto da quelle con oltre 500.

Nell'industria il miglioramento dei programmi di investimento si confronta con una previsione di ripresa del fatturato (3,0 per cento; 4,0 per cento per la sola componente destinata all'esportazione), diffusa a tutte le ripartizioni geografiche e le classi dimensionali. Nel comparto manifatturiero essa si rifletterebbe solo in misura parziale sui piani di accumulazione per l'anno in corso, risentendo della maggiore incertezza segnalata dall'ampliarsi dell'intervallo intorno alla previsione, definito dalle stesse imprese. Vi si aggiungerebbe il persistere di un basso grado di utilizzo degli impianti, pur atteso in lieve aumento nell'anno in corso.

La spesa in beni capitali si contrarrebbe per le imprese industriali localizzate nell'Italia meridionale e insulare e, limitatamente al comparto manifatturiero, in quella centrale; sulla base della localizzazione effettiva, nella prima circoscrizione si registrerebbe tuttavia un forte incremento dell'accumulazione, superiore al 10 per cento. Gli investimenti dovrebbero ridursi di oltre il 3 per cento nelle imprese manifatturiere che esportano oltre i due terzi della loro produzione.

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – Nel 2003 il volume delle esportazioni di beni e servizi ha continuato a ridursi (–3,9 per cento; tav. B11). Dagli anni cinquanta è la prima volta che la flessione delle nostre vendite all'estero si protrae per un biennio. Il risultato negativo è stato più accentuato per i beni, meno per i servizi. La diminuzione delle vendite di beni è stata particolarmente forte nel primo semestre, superiore al 10 per cento in ragione d'anno; dopo un temporaneo recupero nei mesi estivi, nell'ultimo trimestre le vendite sono tornate a ridursi.

Tav. B11

ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI DI BENI E SERVIZI DELL'ITALIA

(variazioni percentuali sull'anno precedente, salvo diversa indicazione)

Voci	2001			2002			2003		
	Beni	Servizi	TOTALE	Beni	Servizi	TOTALE	Beni	Servizi	TOTALE
Esportazioni (1)									
A prezzi correnti	4,8	5,0	4,8	–1,6	–2,1	–1,7	–3,6	–0,3	–2,9
A prezzi 1995	1,5	1,8	1,6	–2,9	–5,3	–3,4	–4,3	–2,2	–3,9
Deflatori	3,2	3,1	3,2	1,4	3,3	1,8	0,7	1,9	1,0
Importazioni (2)									
A prezzi correnti	2,4	5,5	3,1	–1,2	3,4	–0,1	–1,3	–1,7	–1,4
A prezzi 1995	..	2,2	0,5	–1,1	2,6	–0,2	–1,3	1,6	–0,6
Deflatori	2,4	3,2	2,6	-0,2	0,8	0,1	. .	–3,2	–0,8
Esportazioni/Importazioni									
A prezzi correnti, rapporto % ..	108,6	94,5	105,3	108,2	89,4	103,7	105,7	90,7	102,1
A prezzi 1995, rapporto %	110,2	96,3	107,1	108,2	88,9	103,7	104,9	85,7	100,3
Ragioni di scambio, indici: 1995=100	98,5	98,1	98,4	100,1	100,6	100,0	100,8	105,9	101,8
Contributo delle esportazioni nette alla crescita del PIL reale (3)	0,4	..	0,3	–0,5	–0,5	–0,9	–0,7	–0,2	–0,9

Fonte: Istat, Conti nazionali.

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

Il cattivo risultato delle esportazioni italiane, il peggiore nel confronto con gli altri maggiori paesi dell'Europa continentale, contrasta con la graduale ripresa dei nostri principali mercati di sbocco, che lo scorso anno sono cresciuti al pari di quelli degli esportatori francesi, in misura maggiore di quelli degli esportatori tedeschi e spagnoli (tav. B12). Le vendite di prodotti italiani sono state frenate da più ingenti perdite di competitività di prezzo. Tra la fine del 2001 e la fine del 2003 queste sono state pari a quasi l'8 per cento sulla base dei prezzi alla produzione dei beni manufatti; salgono a circa il 16 per cento sulla base dei costi unitari del lavoro, quasi dieci punti in più rispetto a Germania e Francia (fig. B10). In queste due economie la perdita è stata determinata quasi per intero dall'apprezzamento nominale dell'euro; in Italia vi si è aggiunta una dinamica assai più sfavorevole dei costi unitari, in gran parte dovuta all'ampliarsi del divario nell'andamento della produttività, che nel nostro paese si è ridotta nell'ultimo biennio. L'impatto negativo della perdita di competitività di prezzo è stato plausibilmente aggravato dalla scarsa partecipazione dei produttori italiani all'offerta di beni a più elevato contenuto tecnologico, verso cui si indirizza una quota crescente della domanda internazionale.

Tav. B12

ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI DI BENI E SERVIZI DEI MAGGIORI PAESI DELL'AREA DELL'EURO E INDICATORI DI DOMANDA E DI COMPETITIVITÀ

(variazioni percentuali a prezzi costanti)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003
Germania					
Importazioni di beni e servizi	8,4	10,5	0,9	–1,7	2,6
Esportazioni di beni e servizi	5,5	13,7	5,6	3,4	1,2
Mercati di sbocco (1)	7,6	11,2	0,8	2,0	2,0
Indicatori di competitività dei beni (2) ...					
globale	–3,7	–6,9	3,2	1,7	6,3
all'esportazione	–4,3	–7,8	3,4	2,3	7,3
all'importazione	–3,0	–5,8	3,0	1,0	4,9
Francia					
Importazioni di beni e servizi	6,2	14,6	1,3	2,9	–0,1
Esportazioni di beni e servizi	4,3	12,6	1,6	1,9	–2,5
Mercati di sbocco (1)	8,1	10,4	1,0	0,9	2,5
Indicatori di competitività dei beni (2) ..					
globale	–2,4	–4,8	0,7	1,7	4,3
all'esportazione	–3,2	–5,8	1,1	2,3	5,4
all'importazione	–1,5	–3,8	0,3	1,0	3,0
Italia					
Importazioni di beni e servizi	5,6	7,1	0,5	–0,2	–0,6
Esportazioni di beni e servizi	0,1	9,7	1,6	–3,4	–3,9
Mercati di sbocco (1)	8,2	11,5	0,9	1,3	2,5
Indicatori di competitività dei beni (2) ...					
globale	–2,8	–3,1	1,6	2,2	5,1
all'esportazione	–3,6	–4,3	1,9	2,9	6,4
all'importazione	–1,7	–1,4	1,2	1,3	3,4
Spagna					
Importazioni di beni e servizi	12,6	10,6	4,0	1,8	6,7
Esportazioni di beni e servizi	7,7	10,0	3,6	..	4,0
Mercati di sbocco (1)	7,4	11,0	0,9	1,2	1,5
Indicatori di competitività dei beni (2) ..					
globale	–1,1	–2,6	1,1	2,1	3,7
all'esportazione	–1,7	–3,5	1,2	2,6	4,8
all'importazione	–0,5	–1,7	0,9	1,6	2,8

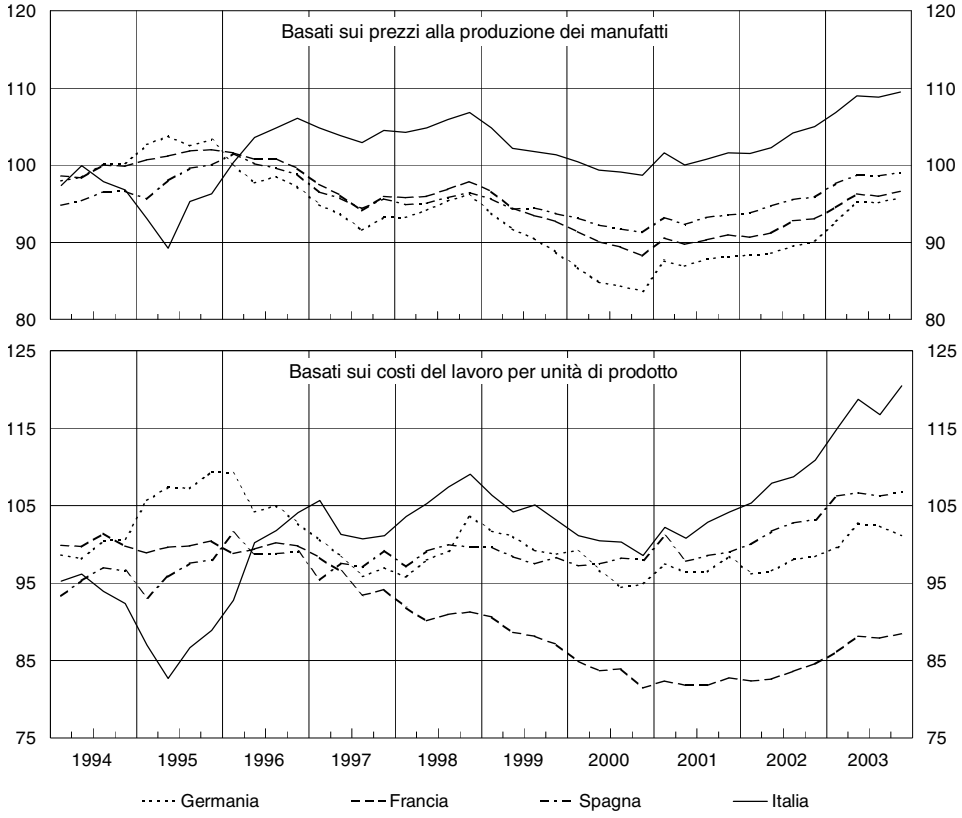
Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali.

(1) 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*). – (2) Basati sui prezzi alla produzione dei manufatti. Valori positivi indicano perdite di competitività.

Fig. B10

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) Tassi di cambio effettivi reali; un aumento segnala una perdita di competitività.

Secondo recenti analisi condotte dal Servizio Studi su dati a elevata disaggregazione merceologica (SITC a 5 cifre), nei comparti in cui si concentra la specializzazione delle esportazioni italiane la somiglianza qualitativa rispetto ai paesi emergenti, approssimata da un contenuto scarto nel livello relativo dei valori medi unitari all'esportazione, è più elevata di quella della Francia e della Germania. Le vendite di prodotti di qualità superiore a quelli dei paesi emergenti sono meno rilevanti per l'Italia; il contrario si osserva per i beni di qualità inferiore. Nella seconda metà degli anni novanta si registra un miglioramento relativo del contenuto qualitativo per tutte le economie europee considerate, tuttavia senza mutare in misura apprezzabile la posizione dell'Italia rispetto alla Francia e alla Germania.

Anche sulla base degli indici di commercio con l'estero, nel 2003 è proseguita, accentuandosi, la riduzione in quantità delle esportazioni italiane di beni (–4,7 per cento; –2,8 nel 2002), nonostante l'accelerazione della crescita del commercio internazionale (5,2 per cento da 3,1). Ne è

disceso un ulteriore calo della quota del mercato mondiale detenuta dai nostri esportatori, misurata a prezzi costanti, ridottasi al 3 per cento dal 4,5 nel 1995. Negli altri tre maggiori paesi dell'area dell'euro l'andamento delle esportazioni di beni è stato più favorevole: quelle della Germania e della Spagna sono cresciute, rispettivamente, del 4,2 e del 5,7 per cento in volume; quelle della Francia si sono ridotte solo dell'1,6. Le quote dei tre paesi sul mercato mondiale risultano pari nel 2003 a 11,6, 2,0 e 5,3 per cento, pressoché invariate rispetto al 1995 se si esclude l'incremento di un punto per la Germania.

Misurata a prezzi correnti, la quota italiana del commercio mondiale si è attestata al 3,9 per cento dal 2001, dopo essersi ridotta di circa un punto nel quinquennio precedente. Il più favorevole andamento rispetto alla quota a prezzi costanti, il cui calcolo è soggetto alle difficoltà statistiche insite nella determinazione dei volumi, è in parte riconducibile agli sforzi delle imprese di collocarsi nei segmenti di mercato e nelle varietà di prodotto con maggiori prezzi e qualità. Nell'ultimo triennio la stabilizzazione della quota italiana in valore, al pari di quella francese (quasi 5 per cento), si confronta con l'aumento di un punto percentuale registrato da quella della Germania, salita lo scorso anno al 10 per cento; anche la quota della Spagna ha registrato un aumento, pur assai più contenuto, portandosi al 2 per cento.

Secondo una ricerca empirica condotta dal Servizio Studi riguardo alle politiche di prezzo delle imprese italiane nel periodo 1990-99, già menzionata lo scorso anno, in media gli esportatori italiani non ridurrebbero i prezzi in valuta nazionale nel caso di un apprezzamento del cambio, mentre li aumenterebbero di circa un terzo dopo un deprezzamento. Recenti approfondimenti effettuati per tenere conto della tipologia dei prodotti e dei paesi controparte, oltreché delle caratteristiche dell'impresa, indicano che la rigidità verso il basso delle politiche di prezzo rilevata nell'aggregato sarebbe riconducibile a fasi di entrata e di uscita in mercati marginali – dove la presenza commerciale implica costi fissi trascurabili – da parte delle imprese più piccole in seguito a variazioni della competitività bilaterale; continuerebbero invece a esportare le imprese più grandi appartenenti ai settori con maggiore potere di mercato, caratterizzate in media da qualità e livelli dei prezzi più elevati.

Come nel triennio precedente le esportazioni italiane verso i 15 paesi della UE sono diminuite in misura maggiore rispetto a quelle verso il resto del mondo (tav. B13). Nel primo caso ha influito principalmente la persistente debolezza della domanda. La ripresa dell'attività produttiva nei paesi esterni alla UE ha invece compensato, seppure parzialmente, l'impatto negativo del forte apprezzamento dell'euro. La riduzione delle esportazioni è stata ancora più intensa verso l'area dell'euro, in particolare verso i due nostri principali mercati di sbocco, quello tedesco e quello francese. In Germania, le cui importazioni totali di beni sono cresciute nel 2003 dell'8,6 per cento in volume, la perdita di quote di mercato delle esportazioni italiane è stata maggiore che in Francia, dove le importazioni totali di beni sono

rimaste quasi invariate. Nel primo paese la riduzione delle vendite italiane si è ancora concentrata nei settori di specializzazione a maggiore intensità di lavoro (tessile e abbigliamento, cuoio e calzature, "altri prodotti manifatturieri", tra cui mobili, minerali non metalliferi, tra cui le piastrelle), particolarmente esposti alla concorrenza di paesi con un più basso costo del lavoro. In Francia sono significativamente diminuite anche le vendite di macchine elettriche italiane.

Tav. B13

ESPORTAZIONI E IMPORTAZIONI ITALIANE *CIF-FOB* PER PRINCIPALI PAESI E AREE VALORI E INDICI DEI VALORI MEDI UNITARI (VMU) E DELLE QUANTITÀ

(composizione percentuale dei valori e variazioni percentuali sull'anno precedente; indici: 2000=100)

Paesi e Aree	Esportazioni						Importazioni					
	2002			2003			2002			2003		
	Comp. % valori 2001	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. % valori 2002	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. % valori 2001	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. % valori 2002	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.
Paesi UE-15	**54,2**	**1,5**	**–3,7**	**53,9**	**1,3**	**–5,7**	**57,0**	**0,7**	**–0,8**	**57,6**	**1,4**	**–3,7**
di cui: *Francia*	*12,3*	*2,2*	*–3,8*	*12,3*	*2,4*	*–6,5*	*11,2*	*1,9*	*–1,0*	*11,4*	*2,2*	*–5,7*
Germania ...	*14,7*	*1,0*	*–8,1*	*13,8*	*2,2*	*–6,3*	*17,8*	*0,2*	*–1,0*	*17,9*	*–0,2*	*–1,7*
Regno Unito	*6,8*	*1,7*	*0,1*	*7,0*	*–3,2*	*–1,7*	*5,1*	*0,8*	*–1,7*	*5,1*	*1,2*	*–10,2*
Spagna	*6,2*	*3,6*	*–1,2*	*6,4*	*1,6*	*2,4*	*4,2*	*–1,7*	*10,4*	*4,6*	*4,3*	*–2,7*
Paesi extra UE-15	**45,8**	**1,3**	**–2,0**	**46,1**	**0,4**	**–3,7**	**43,0**	**–2,3**	**..**	**42,4**	**–1,9**	**1,9**
di cui: *nuovi paesi UE* (1)	*5,3*	*2,6*	*–2,3*	*5,4*	*2,6*	*4,4*	*3,3*	*0,4*	*3,2*	*3,4*	*–1,3*	*5,0*
Cina	*1,2*	*1,0*	*22,1*	*1,5*	*2,8*	*–7,7*	*2,8*	*–7,8*	*20,7*	*3,2*	*–10,9*	*28,7*
Giappone ...	*1,7*	*–1,6*	*–2,1*	*1,7*	*–0,4*	*–4,0*	*2,4*	*0,6*	*–15,8*	*2,0*	*–0,5*	*–0,6*
EDA (2)	*3,6*	*3,1*	*–8,6*	*3,5*	*–2,1*	*–6,1*	*2,4*	*–0,1*	*–4,8*	*2,3*	*–2,3*	*8,2*
Russia	*1,3*	*8,5*	*–1,1*	*1,4*	*3,2*	*–1,6*	*3,2*	*–6,6*	*–0,8*	*3,0*	*1,5*	*2,5*
Stati Uniti ...	*9,6*	*–0,3*	*–1,5*	*9,6*	*–5,2*	*–9,9*	*4,9*	*2,1*	*–4,5*	*4,8*	*–4,7*	*–14,3*
Totale ...	**100,0**	**1,4**	**–2,8**	**100,0**	**0,8**	**–4,7**	**100,0**	**–0,5**	**–0,6**	**100,0**	**..**	**–1,3**

Fonte: Elaborazioni su dati Istat.

(1) Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica ceca, Repubblica slovacca, Slovenia, Ungheria.– (2) Economie dinamiche dell'Asia: Corea del Sud, Hong Kong, Malesia, Singapore, Taiwan, Tailandia.

Tra i paesi esterni alla UE sono diminuite soprattutto le nostre esportazioni negli Stati Uniti e in Cina (tav. B13), nonostante l'andamento positivo delle importazioni complessive in entrambi i paesi. Queste variazioni risultano tuttavia influenzate negativamente da singole transazioni di importo eccezionale, legate a riparazioni di velivoli, registrate nel 2002; al netto del comparto degli aeromobili e veicoli spaziali, le esportazioni italiane negli

Stati Uniti si sono comunque ridotte di circa il 7 per cento, quelle verso la Cina sono invece aumentate di circa il 3. Le vendite sul mercato statunitense sono state particolarmente negative per i prodotti tessili e dell'abbigliamento, per il cuoio e le calzature, per gli "altri prodotti manifatturieri" e per le macchine elettriche. Gli esportatori italiani, per compensare parzialmente l'effetto dell'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro (19,6 per cento nella media del 2003), hanno contenuto i prezzi praticati nel mercato statunitense: i valori medi unitari, che ne approssimano l'andamento, sono diminuiti del 5,2 per cento rispetto all'anno precedente. Gli altri paesi dell'area dell'euro hanno mantenuto la loro quota di mercato negli Stati Uniti, dove pure ha continuato a crescere la presenza cinese, che nel 2003 è risultata seconda solo a quella del Canada.

Le esportazioni italiane in volume sono calate anche nelle "economie dinamiche dell'Asia" (Corea del Sud, Hong Kong, Malesia, Singapore, Taiwan e Tailandia: –6,1 per cento) e in Giappone (–4,0 per cento); sono invece aumentate nei dieci paesi nuovi membri della UE (4,4 per cento).

Tra il 1999 e il 2002 le esportazioni dei dieci paesi entrati nella UE dal 1° maggio 2004 sono in media aumentate del 17 per cento annuo a prezzi correnti, sette punti in più di quelle dell'intera area dell'euro (circa dieci di quelle dell'Italia). Sono concentrate nei mezzi di trasporto e loro parti, macchine e componenti elettriche ed elettroniche. I rapporti commerciali tra questi paesi e l'area sono stati caratterizzati da un intenso sviluppo dall'inizio degli anni novanta. Per il complesso del gruppo, l'interscambio con l'area, che è fortemente deficitario, conta per il 58 per cento delle esportazioni e il 52 delle importazioni, con un peso più elevato per i paesi di maggiori dimensioni. In Ungheria, Repubblica ceca e Polonia le esportazioni verso l'area dell'euro rappresentano rispettivamente il 66, 61 e 58 per cento del totale. Nel 2002 oltre il 9 per cento delle esportazioni e delle importazioni dell'area hanno riguardato i nuovi membri della UE.

Anche la rilevanza dell'interscambio tra questi paesi e l'Italia è progressivamente cresciuta nell'ultimo decennio: tra il 1994 e il 2003 la quota delle esportazioni italiane verso il loro insieme è salita dal 3,7 al 6,0 per cento del totale, quella delle importazioni dal 2,7 al 3,6 per cento. Le esportazioni dell'Italia verso questi paesi sono prevalentemente costituite da macchinari, prodotti in metallo, prodotti chimici, mezzi di trasporto e prodotti tessili e abbigliamento.

Nel 2003 sono diminuite le esportazioni a prezzi costanti dei prodotti dei principali settori di specializzazione dell'economia italiana, in particolare cuoio e calzature (–10,9 per cento), tessile e abbigliamento (–9,1), minerali non metalliferi (–7,5), macchine elettriche (–6,6) e macchinari meccanici (–4,8); solamente le esportazioni di prodotti chimici sono rimaste invariate. Per tutti i settori di specializzazione, con l'eccezione dei mezzi di trasporto e della chimica, l'andamento delle quantità vendute è risultato più sfavorevole nella UE che nei paesi esterni all'Unione, soprattutto a causa della diversa evoluzione della domanda nelle due aree.

Le esportazioni di mezzi di trasporto sono diminuite del 5,5 per cento in volume, per effetto di forti riduzioni nei settori degli aeromobili e delle navi e imbarcazioni; l'interscambio in valore e in volume in questi due comparti è di norma fortemente influenzato da transazioni di importo unitario elevato, talvolta legate a operazioni di riparazione e manutenzione, piuttosto che a effettivi passaggi di proprietà dei beni. Le esportazioni di autoveicoli, che costituiscono quasi il 40 per cento in valore delle vendite italiane all'estero di mezzi di trasporto, nel 2003 hanno invece ripreso a crescere (2,6 per cento in volume, da –4,6 nel 2002).

Le importazioni. – Nel 2003 le importazioni di beni e servizi sono diminuite dello 0,6 per cento a prezzi costanti, dopo il più lieve calo del 2002. A fronte della contrazione delle esportazioni, nell'ultimo biennio la domanda estera netta ha frenato la crescita annua del prodotto per 0,9 punti percentuali, in misura più che doppia rispetto alla media del quinquennio precedente (–0,4 punti percentuali).

Lo scorso anno all'ulteriore aumento delle importazioni di servizi (1,6 per cento), in larga parte sospinte dalla spesa all'estero delle famiglie residenti, si è contrapposto l'accentuarsi della riduzione degli acquisti di beni (–1,3 per cento), che ha riflesso il ristagno della domanda globale. Nel secondo semestre dell'anno, la dinamica delle importazioni si è nettamente rafforzata in corrispondenza, oltreché dell'intensificarsi dell'apprezzamento valutario, del miglioramento delle esportazioni nei mesi estivi, nel nostro paese caratterizzate da un elevato contenuto di input esteri.

A livello settoriale, si sono ridotti in quantità le importazioni di macchinari meccanici (–6,6 per cento) e di macchine e apparecchi elettrici (–2,2), soprattutto per effetto del calo degli investimenti nazionali in beni strumentali.

Le importazioni provenienti dalla UE a 15 paesi sono diminuite del 3,7 per cento (il calo ha interessato gli acquisti da tutti i maggiori paesi dell'Unione), mentre quelle dai paesi esterni alla UE hanno ripreso ad aumentare (1,9 per cento), favorite dall'apprezzamento dell'euro. Il maggiore contributo alla crescita delle importazioni è stato fornito dagli acquisti dalla Cina, aumentati del 28,7 per cento: l'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro ha consentito un'ulteriore riduzione dei prezzi in euro praticati dai produttori cinesi sul mercato italiano (i valori medi unitari sono scesi del 10,9 per cento, dopo il calo del 7,8 del 2002).

Tra il 1992 e il 2003 la Cina ha più che raddoppiato la sua quota sulle importazioni italiane in valore, dall'1,4 al 3,7 per cento del totale; solamente nell'ultimo biennio l'incremento è stato di 0,9 punti percentuali. I prodotti cinesi detengono quote crescenti e molto elevate sulle importazioni italiane soprattutto nei settori dei giochi e giocattoli

(quasi il 60 per cento nel 2003) e dei manufatti vari; negli anni più recenti hanno però guadagnato rapidamente quote anche in altri settori, soprattutto quelli tradizionali, come borse e articoli da viaggio, tessuti, manufatti tessili e articoli di abbigliamento, oltreché in comparti a maggiore contenuto tecnologico, quali strumenti ottici e attrezzature fotografiche, orologi e apparecchiature per uso domestico.

Le importazioni dagli Stati Uniti si sono invece fortemente ridotte (–14,3 per cento), sebbene il deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro sia stato parzialmente trasferito sui prezzi praticati in Italia (i valori medi unitari in euro dei beni statunitensi importati si sono ridotti del 4,7 per cento). Simmetricamente all'andamento delle esportazioni italiane negli Stati Uniti, anche questo risultato è però in parte influenzato dalla registrazione, avvenuta nel 2002, del passaggio di frontiera di alcuni aeromobili per operazioni di manutenzione o riparazione: al netto del settore degli aeromobili e veicoli spaziali, il calo dei volumi risulterebbe meno intenso (circa il 5 per cento). Si sono ridotte in particolare le importazioni di macchine e apparecchiature elettriche (che includono computer e componenti elettronici), riflettendo la diminuzione degli investimenti italiani in macchinari e attrezzature.

L'OFFERTA INTERNA

I settori produttivi

In Italia il valore aggiunto a prezzi costanti è rimasto pressoché invariato nel 2003 (0,1 per cento). All'aumento registrato nel settore dei servizi (0,6 per cento) si è contrapposta una contrazione di quasi mezzo punto percentuale nel settore industriale, la cui quota sul valore aggiunto complessivo del Paese è nuovamente diminuita (tav. B14).

Sull'evoluzione dell'attività produttiva nell'industria ha pesato la nuova contrazione registrata nel settore manifatturiero, particolarmente accentuata nell'industria tradizionale (tessile, abbigliamento e pelli), nella produzione di macchinari e di mezzi di trasporto. Il valore aggiunto del settore delle costruzioni e di quello della produzione e distribuzione di energia elettrica, acqua e gas è aumentato del 2,5 per cento.

Nel terziario, che rappresenta oltre il 70 per cento del valore aggiunto nazionale, i maggiori incrementi produttivi si sono registrati nei comparti dei "servizi domestici alle famiglie" e dei "servizi alle imprese e famiglie". Il commercio ha registrato un tasso di variazione lievemente positivo, mentre nel settore degli alberghi e dell'intermediazione monetaria e finanziaria, nonostante un recupero rispetto al dato del 2002, il valore aggiunto a prezzi costanti è nuovamente calato.

Il valore aggiunto nell'agricoltura, silvicoltura e pesca si è fortemente ridotto proseguendo un trend in atto dal 2000; il peso del settore sul totale nazionale è sceso al 2,7 per cento.

Nel 2003 il fabbisogno energetico lordo italiano è cresciuto del 2,9 per cento. La produzione nazionale di fonti energetiche è però nuovamente diminuita (–2,3 per cento rispetto all'anno precedente), contribuendo all'aumento della dipendenza dall'estero, salita dall'83,9 all'84,8 per cento. La "bolletta energetica" (spesa complessiva per fonti energetiche importate) è lievemente scesa al 2 per cento del PIL in seguito all'apprezzamento dell'euro rispetto al dollaro.

La demografia delle imprese. – In Italia nel 2003, secondo i dati dell'anagrafe delle Camere di commercio, si è registrato un saldo positivo tra

imprese non agricole iscritte e cessate pari a circa 94 mila unità. Il numero di imprese registrate a fine anno è cresciuto del 2,0 per cento: un valore storicamente elevato se confrontato con la variazione del PIL. Il saldo attivo è il risultato di circa 354 mila iscrizioni e 260 mila cessazioni di attività, che generano un grado di "turbolenza" – definito come il rapporto tra la somma delle imprese iscritte e cessate e il numero delle imprese registrate – del 12,5 per cento, minore rispetto a quello del 2002 (13,7 per cento).

Tav. B14

VALORE AGGIUNTO AL COSTO DEI FATTORI IN ITALIA

Branche	2002		2003		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	
					2002	2003	2002	2003
Industria	**306.902**	**26,9**	**313.226**	**26,6**	**0,2**	**–0,4**	**1,2**	**2,4**
Industria in senso stretto	**250.142**	**21,9**	**253.420**	**21,5**	**–0,3**	**–1,0**	**0,8**	**2,3**
Attività estrattive	4.977	0,4	4.949	0,4	3,9	–0,1	–3,4	–0,5
Attività manifatturiere	220.665	19,4	221.642	18,8	–1,2	–1,4	2,0	1,9
Produzione e distribuzione di energia elettrica, gas, vapore e acqua	24.500	2,1	26.829	2,3	7,2	2,5	–9,1	6,8
Costruzioni	**56.760**	**5,0**	**59.806**	**5,1**	**2,5**	**2,5**	**3,2**	**2,8**
Servizi	**801.675**	**70,3**	**834.670**	**70,7**	**0,9**	**0,6**	**3,3**	**3,5**
Commercio, riparazioni e beni per la casa	146.620	12,9	150.424	12,7	–0,8	0,2	2,8	2,3
Alberghi e ristoranti	41.411	3,6	43.336	3,7	–1,1	–0,7	4,9	5,4
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	85.297	7,4	87.547	7,4	1,5	0,0	0,8	2,7
Intermediazione monetaria e finanziaria (1)	65.019	5,7	65.087	5,5	–2,9	–0,2	2,8	0,3
Servizi a imprese e famiglie (2)	240.264	21,1	253.118	21,5	3,5	1,7	4,0	3,6
Pubblica amministrazione (3)	62.056	5,4	65.754	5,6	–0,2	0,3	6,3	5,7
Istruzione	56.608	5,0	61.361	5,2	0,8	1,0	1,1	7,3
Sanità e altri servizi sociali	54.227	4,8	55.284	4,7	3,8	0,7	0,0	1,2
Altri servizi pubblici, sociali e personali	41.051	3,6	43.039	3,6	–0,1	0,1	5,9	4,7
Servizi domestici presso famiglie e convivenze	9.122	0,8	9.720	0,8	1,7	2,1	3,2	4,4
Agricoltura (4)	**31.670**	**2,8**	**32.067**	**2,7**	**–3,8**	**–5,6**	**3,3**	**7,3**
Valore aggiunto al costo dei fattori (5)	**1.140.247**	**100,0**	**1.179.963**	**100,0**	**0,6**	**0,1**	**2,7**	**3,3**

Fonte: Istat.

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

La natalità netta è stata positiva in tutte le ripartizioni geografiche. I settori in cui il numero di imprese è maggiormente cresciuto sono quelli

dell'attività immobiliare e delle costruzioni, che hanno continuato a beneficiare delle buone condizioni del mercato; a essi fa capo oltre il 38 per cento dell'incremento del numero di imprese registrate nel 2003. È cresciuto anche il numero di imprese appartenenti al settore del commercio al dettaglio e all'ingrosso: circa 14 mila in più rispetto al 2002.

Le nuove imprese iscritte all'anagrafe delle Camere di commercio nel 2003, al netto delle imprese agricole e non classificate, appartengono per il 64 per cento ai servizi (59 per cento nel 2002). Ciò nonostante, il peso del settore dei servizi sul totale delle imprese iscritte è rimasto pressoché costante segnalando che a elevati tassi di ingresso si accompagnano elevati tassi di uscita dal mercato. Recenti analisi condotte dal Servizio Studi mostrano che in questo settore la correlazione tra i tassi di entrata e di uscita è maggiore di quanto non lo sia nel settore manifatturiero. La dimensione media delle nuove imprese di servizi, così come avviene per quelle manifatturiere, si colloca al di sotto della media prevalente nel settore. I tassi di sopravvivenza delle nuove imprese sono generalmente bassi, come per la manifattura. Nel 2003 circa un terzo delle imprese uscite dal mercato aveva meno di tre anni di vita. L'età media all'uscita risulta generalmente più bassa che per le imprese manifatturiere. Diversamente da queste ultime, oltre la soglia dei cinque addetti un aumento marginale della dimensione non ha alcun impatto sulla probabilità di sopravvivenza dell'impresa.

L'evoluzione del sistema produttivo italiano

L'Istat ha di recente reso disponibili i dati definitivi relativi all'ottavo Censimento dell'industria e dei servizi, riferito alla data del 22 ottobre 2001. I mutamenti nelle tecniche di rilevazione rendono meno immediato il confronto con i censimenti precedenti.

Per la prima volta è stata seguita una tecnica di rilevazione che ai questionari ha affiancato l'utilizzo degli archivi statistici costituiti nel corso degli anni novanta. Ciò garantisce una migliore qualità dell'informazione e un grado di copertura più elevato che in passato.

Rispetto al Censimento del 1991 spicca una diminuzione dell'11 per cento, per il totale dell'economia, del numero medio di addetti per impresa (da 4,4 a 3,9, tav. B15), confermando la tendenza alla frammentazione produttiva in atto dagli anni settanta. La riduzione della dimensione media delle imprese è attribuibile al peso più elevato di quelle con un solo addetto (cioè le imprese con nessun dipendente: si tratta soprattutto di liberi professionisti, di lavoratori autonomi e di consulenti) che, anche in seguito alle nuove metodologie di rilevazione, hanno registrato un notevole aumento.

Se si esclude la classe con un solo addetto, la dimensione media delle imprese italiane è di 7,9 dipendenti, lievemente in crescita rispetto al Censimento del 1991 (7,6 dipendenti).

Tav. B15

IMPRESE E LORO DIMENSIONE MEDIA IN ITALIA

Classi di addetti	1991		1996		2001 (1)	
	Imprese	Dimensione media (addetti per impresa)	Imprese	Dimensione media (addetti per impresa)	Imprese	Dimensione media (addetti per impresa)
1	1.569.954	1,0	1.956.368	1,0	2.376.017	1,0
2 – 49	1.678.364	4,8	1.545.782	4,8	1.649.938	4,9
50 – 99	11.648	68,3	10.903	69,0	13.564	68,4
100 – 249	6.005	149,5	5.730	149,7	6.868	150,1
250 – 499	1.695	340,0	1.572	342,1	1.925	342,9
500 e oltre	1.184	2.167,0	1.061	2.101,3	1.338	1.875,3
Totale	**3.268.850**	**4,4**	**3.521.416**	**3,9**	**4.049.650**	**3,9**
Settori						
Estrattivo	3.617	12,8	4.239	9,1	3.837	9,4
Manifatturiero	552.334	9,5	551.241	8,9	542.876	9,0
Energia	1.273	135,4	1.985	82,1	1.983	64,7
Costruzioni	332.995	4,0	440.824	3,1	515.777	3,0
Commercio	1.280.044	2,5	1.227.679	2,4	1.230.731	2,6
Alberghi e ristoranti	217.628	3,3	211.573	3,4	244.540	3,5
Trasporti e comunicazioni	124.768	9,1	156.148	7,0	157.390	7,6
Intermediazione mon. e fin.	49.897	11,5	63.003	8,9	81.870	7,2
Attività immobiliari (2)	375.729	3,1	667.996	2,3	846.518	2,6
Istruzione	12.091	5,2	–	–	14.409	3,4
Sanità (3)	118.911	2,4	–	–	180.450	2,1
Altri servizi	199.563	2,4	196.728	2,2	229.269	2,5
Totale	**3.268.850**	**4,4**	**3.521.416**	**3,9**	**4.049.650**	**3,9**

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Censimenti* del 1991, 1996 e 2001.
(1) Al netto dell'agricoltura, delle istituzioni pubbliche e nonprofit. – (2) Include noleggio, informatica e ricerca. – (3) Include i servizi sociali.

Le imprese con un numero di addetti compreso tra 20 e 249 hanno registrato un lieve aumento, rispetto al 1991, della dimensione media (da 46,2 a 48,0 addetti); al contrario, nella grande impresa (oltre 500 addetti) il numero medio di addetti è diminuito di circa il 13 per cento, a 1.875,3 unità; il numero di imprese in questa classe dimensionale è cresciuto sensibilmente.

Il numero di grandi imprese è salito a 1.338 (1.184 nel 1991): circa la metà è localizzata nel Nord Ovest e meno di un quinto nel Nord Est. L'incremento è spiegato in larga misura dalla dinamica positiva dei settori del commercio e dei servizi alla produzione, in particolare dei comparti dei servizi di pulizia, della consulenza informatica e di ricerca e della fornitura di personale. Quest'ultimo comparto ha registrato la maggiore

*crescita in termini occupazionali, riconducibile probabilmente all'introduzione delle nuove forme contrattuali quali il lavoro interinale. La progressiva esternalizzazione (*outsourcing*) di attività potrebbe spiegare l'aumento del numero di imprese di maggiore dimensione.*

Il Censimento del 2001 conferma una ulteriore riduzione del peso relativo dell'industria manifatturiera in termini di occupazione, dal 36,3 per cento nel 1991 al 31,3 (con un calo di 368 mila addetti). Si è ridotto il numero di addetti nei comparti del cosiddetto *made in Italy* (lavorazioni tessili, produzione di abbigliamento e calzature), proseguendo la contrazione già avviata dal 1981. Nei servizi la quota di occupazione è salita al 57,8 per cento dal 52,9 del 1991 (con un incremento di addetti pari a circa 1.367.000 unità); nel settore del commercio si segnala una diminuzione dell'occupazione: il recupero avvenuto nella seconda metà degli anni novanta non è stato sufficiente a compensare la forte riduzione tra il 1991 e il 1996. Al contrario, il numero di imprese attive e la quota dell'occupazione nel settore delle costruzioni risultano in forte aumento, soprattutto nell'ultimo quinquennio. Tutti i settori dei servizi hanno sperimentato una flessione della dimensione media delle imprese, con l'eccezione del commercio e del settore alberghiero nel quale l'espansione della dimensione media si è concentrata nella seconda metà degli anni novanta.

Il processo di ristrutturazione nei comparti tessile, dell'abbigliamento e delle calzature ha prodotto una progressiva diminuzione del numero di addetti; questi comparti occupavano complessivamente quasi il 22 per cento degli addetti all'industria manifatturiera nel 1981; nel 2001 la quota è scesa al 17 per cento (pari a circa 400 mila addetti in meno); la dimensione media risulta in lieve crescita (tav. B16). Il comparto della produzione di autoveicoli e mezzi di trasporto è rimasto pressoché stabile come quota di imprese, ma ha subito una contrazione dell'occupazione tale da dimezzarne la dimensione media. Un andamento simile si riscontra nella chimica: nel ventennio 1981-2001 il settore ha perso circa 100 mila addetti, mentre la quota di imprese è rimasta sostanzialmente invariata; la dimensione media si è ridotta del 30 per cento circa. Nell'industria della lavorazione del metallo e dei prodotti in metallo la quota di addetti è progressivamente cresciuta, dal 12 per cento nel 1981 al 17 nel 2001. Il comparto della meccanica strumentale ha incrementato sia la quota di occupazione sia quella delle imprese, ma la dimensione media si è ridotta di un sesto.

La crescita dell'occupazione nel settore della meccanica nel decennio 1991-2001 (11 per cento, pari a 60 mila addetti) potrebbe riflettere lo spostamento di alcune imprese, soprattutto quelle localizzate nei distretti industriali, dalla produzione di beni finali tradizionali a quella delle macchine necessarie per la loro produzione. L'aumento della quota di occupazione nel settore della lavorazione del metallo e dei prodotti in metallo,

riconducibile in larga misura alla crescita dell'attività per conto terzi e della produzione di semilavorati, può indicare la separazione di attività a monte nella filiera produttiva.

Tav.B16

IMPRESE, ADDETTI E DIMENSIONE MEDIA NELL'INDUSTRIA MANIFATTURIERA ITALIANA

Comparti dell'industria manifatturiera	Imprese (quote sul totale)			Addetti (quote sul totale)			Dimensione media (addetti per impresa)		
	1981	1991	2001	1981	1991	2001	1981	1991	2001
Alimentare, bevande e tabacco	8,3	11,2	12,3	7,4	9,2	9,3	8,6	7,8	6,8
Tessile, abbigliamento, pelle, cuoio e calzature	28,6	23,1	17,7	21,9	20,3	16,7	7,3	8,4	8,5
Legno e produzione in legno	13,1	10,1	8,8	4,4	3,5	3,7	3,2	3,3	3,7
Carta, stampa e editoria	4,1	5,3	5,8	5,1	5,4	5,3	11,7	9,8	8,2
Prodotti chimici e fibre sintetiche	1,1	1,0	1,1	5,5	4,7	4,2	49,8	45,3	35,0
Coke e raffinerie	0,1	0,1	0,1	0,5	0,6	0,5	100,0	62,1	58,4
Gomma e plastica	3,2	2,2	2,5	3,9	3,5	4,5	11,9	15,0	16,3
Minerali non metalliferi	4,1	4,6	4,9	6,0	5,2	5,2	14,1	10,9	9,5
Metallo e prodotti in metallo	16,9	16,6	18,3	12,1	14,8	17,0	6,9	8,5	8,4
Macchine e meccanica	5,2	6,1	7,8	9,3	10,3	12,3	17,1	16,1	14,3
Macchine elettriche e strumenti di precisione	5,9	8,9	9,9	11,0	9,7	9,4	17,9	10,4	8,6
Autoveicoli e altri mezzi di trasporto	0,8	1,0	1,1	7,5	6,6	5,5	92,3	64,4	44,0
Altri manifatturieri	8,7	9,9	9,7	5,3	6,0	6,4	5,9	5,8	6,0
Totale ...	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**9,6**	**9,5**	**9,0**

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Censimenti* del 1981, 1991 e 2001.

Negli anni novanta, anche in seguito all'introduzione delle nuove tecnologie digitali, è proseguito il decentramento produttivo nell'industria che si è riflesso, come in altri paesi avanzati, in un aumento del peso delle piccole imprese e in una diminuzione di quello delle grandi. Tra il 1992 e il 1997, ultimo anno per il quale sono disponibili dati comparati, la quota di occupazione nelle piccole imprese, al netto del lavoro autonomo, è cresciuta in Italia, Francia, Germania e Regno Unito (tav. B17). Il sistema produttivo italiano si discosta da quello degli altri grandi paesi europei per la netta prevalenza delle imprese di minore dimensione e per il ridotto peso delle grandi imprese. L'elemento comune ai quattro grandi paesi europei è costituito dal peso delle medie imprese (50-249 dipendenti), pari a circa un quinto del totale degli occupati. La peculiarità dell'industria italiana sem-

bra essersi accentuata nel 2001: il 60 per cento dei dipendenti dell'industria (esclusi i lavoratori autonomi) è impiegato nelle piccole imprese (da 1 a 49 dipendenti) e il 21 per cento in quelle con oltre 250 dipendenti.

Tav. B17

STRUTTURA DIMENSIONALE DELL'INDUSTRIA NEI GRANDI PAESI EUROPEI

(quota di occupazione per classe dimensionale)

Paesi	Piccole imprese (1) (da 1 a 49 dipendenti)		Medie imprese (da 50 a 249 dipendenti)		Grandi imprese (250 dipendenti e oltre)	
	1992	1997 (2)	1992	1997 (2)	1992	1997 (2)
Italia	52,5	53,2	18,9	19,6	28,5	27,2
Francia	25,8	31,3	21,2	20,4	52,9	48,4
Germania	21,7	23,8	15,8 (3)	15,9	62,6 (4)	60,3
Regno Unito	22,8	24,0	21,7	21,5	55,5	54,6

Fonte: Eurostat, *Enterprises in Europe, IV, V, VI Report.*

(1) Sono escluse le imprese individuali e i liberi professionisti (0 dipendenti). – (2) I dati per l'Italia e per la Francia si riferiscono al 1996. – (3) Questo dato per la Germania si riferisce alla classe da 50 a 199 dipendenti. – (4) Questo dato per la Germania si riferisce alla classe con 200 dipendenti e oltre.

Il segmento delle imprese medie sembra costituire un punto di forza dell'industria italiana. Da una recente indagine di Mediobanca e dell'Unioncamere sull'universo delle medie imprese industriali italiane (società di capitali con un numero di addetti compreso tra 50 e 499, un fatturato tra 13 e 260 milioni di euro e una compagine societaria autonoma) emergono circa 3.700 aziende medie che nel 1999 occupavano 482.000 addetti pari al 10 per cento dell'occupazione manifatturiera italiana e i cui risultati di gestione, nel periodo 1996-2000, sono stati positivi. Circa nove decimi di queste imprese appartengono alla classe dimensionale da 50 a 249 addetti. Si tratta prevalentemente di imprese esportatrici specializzate nelle lavorazioni tipiche del made in Italy, *con una situazione finanziaria relativamente solida. Nel periodo 1998-2000 l'indagine mostra una tendenza alla crescita dimensionale di queste medie imprese efficienti. In particolare, nel campione vi sarebbero stati flussi cospicui di piccole imprese entrate a far parte della classe media e imprese medie diventate grandi. Sarebbero stati poco frequenti invece i casi di piccole imprese che hanno raggiunto direttamente la classe dimensionale maggiore. Le imprese medie sembrano avere trovato senza troppe difficoltà le risorse finanziarie necessarie e mantenuto una quota di liquidità pari a quella dei grandi gruppi. I mezzi finanziari esterni sarebbero provenuti in larga misura dal settore bancario e il costo medio del debito, che si caratterizza per una prevalenza di passività a breve termine, sarebbe stato equivalente a quello delle grandi società.*

La minore dimensione media delle imprese in Italia non è interamente spiegabile con la specializzazione settoriale in lavorazioni nelle quali la scala minima efficiente è modesta (cfr. il capitolo: *L'offerta interna* nella Relazione sull'anno 2000). I processi di ampliamento della dimensione delle imprese italiane sembrano in generale essere assai lenti.

Gli assetti proprietari delle imprese italiane

È stretto il nesso che lega i risultati raggiunti dalle imprese alle caratteristiche dei soggetti che ne detengono la proprietà, alle relazioni tra proprietari e controllanti, alle modalità con cui il controllo viene esercitato e trasferito. Gli assetti di governo societario (*corporate governance*) si caratterizzano, tra l'altro, per il differente grado di tutela che forniscono agli investitori e possono avere effetti sulla capacità dell'impresa di raccogliere le risorse finanziarie necessarie per crescere e raggiungere dimensioni ottimali.

L'importanza delle regole di governo societario è testimoniata dal crescente interesse che vari organismi e consessi internazionali (Banca Mondiale, FMI, Financial Stability Forum) dedicano a questo tema, sia attraverso l'elaborazione di studi e contributi teorici, sia recependo nell'esercizio delle proprie funzioni le risultanze di tali riflessioni. Di recente, l'OCSE ha aggiornato i propri "Principi di governo societario" che, riconoscendo la pluralità dei modelli di governance *efficiente, definiscono una serie di indirizzi fondamentali, non vincolanti, che tutti i paesi dovrebbero seguire. La Commissione europea ha predisposto un piano d'azione per la modernizzazione del diritto societario, che si propone di migliorare, armonizzandone i principi, il governo d'impresa delle società europee.*

Alcune indicazioni relative alle caratteristiche del governo societario delle imprese italiane provengono dall'Indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali, che nel 2003 ha riguardato un campione di oltre 1.800 imprese italiane con più di 50 addetti (quasi interamente costituito da società non quotate in borsa). I risultati evidenziano, rispetto a dieci anni prima (allorché venne condotta dalla Banca d'Italia per la prima volta un'indagine sulla proprietà delle imprese italiane), una sostanziale permanenza delle caratteristiche degli assetti di controllo. Nelle imprese del campione l'azionista principale nel 2003 detiene in media il 66,2 per cento del capitale, in linea con i valori del 1993. L'impresa mediana ha nel 2003 circa 3 soci. La concentrazione resta elevata, anche se non dissimile – per le società non quotate – da quanto si registra ad esempio in Francia, uno dei pochi paesi per cui sono disponibili dati confrontabili.

La percentuale di imprese nelle quali l'azionista principale detiene la maggioranza assoluta dei voti aumenta al crescere della dimensione dell'impresa stessa (dal 59 per cento in media per le imprese fino a 200 addetti all'87 per cento per quelle con oltre 1.000 addetti). Tale evidenza è da ricondursi alla maggiore diffusione, tra le grandi imprese, dei gruppi in cui il controllo viene esercitato con quote elevate di proprietà.

Come nel 1993, poco più della metà delle imprese del campione è controllata da persone fisiche; circa un terzo da imprese non finanziarie,

holding o altre imprese, segno della diffusione dei gruppi; è trascurabile il peso di banche e altre società finanziarie nel controllo delle imprese. È in aumento il controllo da parte di imprese estere (14,6 per cento contro 7,8); in diminuzione, come atteso, la proprietà pubblica (tav. B18).

Tav. B18

DISTRIBUZIONE DELLE IMPRESE DEL CAMPIONE BANCA D'ITALIA SECONDO LA TIPOLOGIA DEL SOGGETTO CONTROLLANTE

(quote percentuali) (1)

Tipologia del soggetto controllante	1993	2003
Persona fisica	50,9	51,6
Impresa estera	7,8	14,6
Impresa o ente pubblico	6,9	1,6
Holding o sub holding	20,8	23,0
Impresa privata non finanziaria	13,6	8,8
Intermediari finanziari, assicurazioni e altre finanziarie	0,0	0,4
Totale	**100,0**	**100,0**

Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali.*
(1) Valori riproporzionati per tenere conto del diverso grado di copertura del campione al variare della classe dimensionale.

Con riferimento alle società quotate, i dati provenienti dall'archivio Consob-Banca d'Italia sui gruppi quotati, costituito nel 1992 e recentemente aggiornato con le osservazioni relative al 1998 e al 2001, mostrano una diminuzione della concentrazione della proprietà tra il 1993 e il 1998, riconducibile in parte al processo di privatizzazione di importanti società controllate dallo Stato mediante offerte pubbliche di vendita. La quota media detenuta dal primo azionista è scesa, tra il 1993 e il 1998, dal 49,6 al 31,7 per cento, per poi risalire nel 2001 al 37,8 per cento. Da un confronto con i dati disponibili per società quotate in vari paesi, relativi al 1996, emerge che la scarsa diffusione della proprietà delle imprese italiane è sostanzialmente simile a quella di vari paesi dell'Europa continentale, mentre Regno Unito e Stati Uniti sono caratterizzati da un grado di concentrazione della proprietà assai inferiore. Tra i proprietari delle imprese italiane quotate si è ridotto in misura consistente il peso dello Stato, mentre sono aumentate la quota "dispersa" e quella detenuta da soggetti esteri. Dal 1993 si è ridotta molto la quota delle banche a favore di quella delle fondazioni; rimane modesta quella delle società finanziarie (tav. B19).

Un'elevata concentrazione della proprietà attribuisce all'azionista di controllo maggiori incentivi a supervisionare la condotta del management rispetto a quanto avviene in una public company*, in cui la dispersione dell'azionariato rende oneroso per il singolo azionista valutare l'operato dei dirigenti. La concentrazione della proprietà tende inoltre ad associarsi a una*

maggiore stabilità del controllo; ciò può favorire strategie gestionali orientate al lungo termine e facilitare relazioni durature tra l'impresa e i dipendenti, tra l'impresa e alcuni soggetti esterni, tra cui i finanziatori. D'altro lato, un'alta concentrazione riduce la probabilità di ricambio del controllo, anche ove esso sia allocato in modo inefficiente; può porre vincoli alla crescita delle imprese; aumenta il rischio che il controllante abusi della sua posizione distraendo risorse a danno degli azionisti di minoranza (cosiddetti benefici privati del controllo).

Tav. B19

DISTRIBUZIONE DELLA PROPRIETÀ DELLE SOCIETÀ ITALIANE QUOTATE (1)
(quote percentuali)

	1993	1998	2001
Estero	3,39	6,54	7,25
Italia	96,61	93,46	92,75
Persone fisiche	0,99	0,67	1,27
Società non finanziarie	23,85	21,79	25,83
Settore pubblico	27,94	9,89	7,94
Società finanziarie	8,64	6,58	9,18
Banche	*6,61*	*2,15*	*1,97*
Fondazioni	*0,00*	*2,89*	*5,30*
Assicurazioni	*1,10*	*1,17*	*1,48*
Investitori istituzionali	*0,28*	*0,34*	*0,28*
Sim	*0,04*	*0,00*	*0,00*
Altre finanziarie	*0,61*	*0,03*	*0,15*
Mercato (2)	35,19	54,53	48,53
Totale	**100,00**	**100,00**	**100,00**

Fonte: Archivio Consob - Banca d'Italia sui gruppi societari quotati.
(1) Le partecipazioni sono ponderate con un indicatore dimensionale che tiene conto del patrimonio netto, dell'occupazione di ciascuna società e dell'occupazione delle sue partecipate, in via diretta o indiretta. – (2) Definito come la somma delle partecipazioni inferiori al 2 per cento, quindi non segnalate alla Consob.

Le istituzioni giuridiche possono influenzare in misura rilevante le capacità di raccolta di risorse finanziarie da parte dell'imprenditore.

Nelle società a base azionaria ristretta una sufficiente flessibilità nelle modalità di governo dell'impresa può favorire l'accesso a maggiori e più diversificate fonti di finanziamento. Il nuovo diritto societario italiano, entrato in vigore il 1° gennaio dell'anno in corso, si muove in questa direzione.

Per favorire l'accesso al mercato del capitale di rischio sono inoltre necessarie regole di governo societario che riducano la possibilità di benefici privati per il controllante e quindi assicurino un costo del capitale più contenuto. Particolarmente importanti sono sistemi di elezione degli organi di controllo che li rendano espressione delle minoranze azionarie (o di gruppi qualificati di investitori anche obbligazionari), senza peraltro attribuire loro un potere di ingerenza nelle decisioni aziendali. Una riforma delle procedu-

re fallimentari potrebbe incidere sulla valutazione ex ante del rischio d'impresa e ridurre ulteriormente il costo del capitale; incentivando l'impresa alla rivelazione tempestiva dello stato di crisi, potrebbe favorire la pronta riallocazione delle risorse impiegate in maniera inefficiente.

Nel corso del 2003 si sono conclusi i lavori della Commissione istituita dal Governo per elaborare uno schema di disegno di legge delega per l'emanazione di una nuova disciplina delle procedure concorsuali. La Commissione ha proposto due disegni alternativi, che prevedevano entrambi una procedura di composizione concordata della crisi e una di insolvenza. Differenti erano invece i presupposti per l'attivazione delle procedure, la disciplina dell'insolvente civile, la disciplina delle azioni revocatorie, la funzione da assegnare al giudice nella procedura di riorganizzazione, il ruolo e la disciplina degli accordi stragiudiziali.

Sulla base di questi disegni è stato successivamente prodotto un testo unitario, elaborato da un ristretto gruppo di esperti nominati dal Ministero della Giustizia, che non è stato ancora sottoposto al dibattito; esso rappresenterebbe un compromesso tra le due proposte della Commissione.

Un'efficace applicazione delle regole di governo societario richiede speditezza e accuratezza di *enforcement*. Ciò implica la necessità di ridurre i tempi di risoluzione delle controversie civili nel nostro paese, enormemente più lunghi di quelli di altri sistemi economici avanzati, e di costituire giurisdizioni specializzate in materia societaria e fallimentare.

Le privatizzazioni e le difficoltà del settore dell'elettricità

Nel 2003 il processo di privatizzazione delle società controllate dal settore pubblico è avanzato lentamente. Nel mese di luglio è stato ceduto in blocco l'ETI (Ente Tabacchi Italiani) attraverso un'asta pubblica. L'offerta della BAT (British American Tobacco) ha nettamente superato quelle dei concorrenti, assicurando al Ministero dell'Economia un introito di 2,32 miliardi di euro: un valore pari a dodici volte il margine operativo lordo dell'ETI atteso per il 2003.

Nel mese di ottobre si è completata la vendita della seconda *tranche* delle azioni Enel, con una cessione di circa 400 mila azioni ordinarie per un introito di 2,17 miliardi di euro. La quota residua del capitale sociale in possesso del Tesoro è scesa al 61 per cento (tav. B20).

Il metodo di vendita prescelto per la collocazione della seconda tranche *di azioni Enel è stato quello dell'assunzione a fermo in blocco (cosiddetto* bought deal*), che rappresenta una novità nel panorama delle privatizzazioni italiane. L'operazione prevede la possibilità da parte delle banche acquirenti di ricollocare immediatamente i titoli sul mercato; qualora il prezzo di collocamento risulti maggiore di quello pagato al Tesoro e non siano trascorsi più di venticinque giorni dal collocamento del Tesoro, è prevista una ripartizione del differenziale di prezzo fra banche e Stato. Se il collocamento sul mercato avviene a prezzi inferiori, la perdita resta a carico delle banche acquirenti.*

Tav. B20

PRINCIPALI PRIVATIZZAZIONI IN ITALIA NEL 2003

Società	Settore di appartenenza	Numero di dipendenti nel 2002	Metodo di vendita	Quota % ceduta del capitale sociale	Quota % residua del capitale sociale	Data di completamento della cessione	Ricavi lordi (miliardi di euro)
ETI	Tabacchi	1.812	Asta pubblica	100,0	0,0	luglio 2003	2,32
Enel	Energetico	71.204	Assunzione a fermo in blocco	6,6	61,0	ottobre 2003	2,17

Fonte: Mediobanca, *R&S*, 2003; bilanci societari; stampa finanziaria.

Il settore dell'elettricità. – Il 28 settembre dello scorso anno, a seguito di un guasto sulla rete di trasmissione elvetica, si è innescato un processo che ha condotto al *black-out* elettrico sull'intera rete italiana della durata di molte ore, segnalando la vulnerabilità del sistema.

Nel comparto dell'elettricità, come nel complesso del settore energetico, l'Italia presenta, rispetto agli altri paesi industriali, una forte dipendenza dall'estero, ma anche un minore impiego di energia in rapporto al PIL.

L'intensità elettrica del prodotto è ancora oggi in Italia di circa un quinto inferiore a quella dei paesi dell'OCSE (tav. B21) ma è crescente, mentre la complessiva intensità energetica rispetto al PIL, negli ultimi trent'anni, è scesa di oltre un terzo. Secondo previsioni di lungo periodo, in Italia la crescita dei consumi di elettricità, pur rallentando, rimarrà sostenuta per almeno un decennio. Negli altri paesi avanzati invece l'intensità elettrica è in diminuzione.

Tra il 1990 e il 2002 la produzione di energia elettrica in Italia è aumentata del 27 per cento; i consumi, nello stesso periodo, sono cresciuti del 32 per cento. Il Paese ha accresciuto le importazioni nette che sono diventate pari al 16 per cento del fabbisogno nazionale.

Negli ultimi anni il gas naturale è divenuto la fonte di energia più utilizzata per produrre elettricità: dal 16 per cento nel 1992 a circa il 42 nel 2003. L'idroelettrico e le fonti rinnovabili danno un contributo da anni fermo intorno al 16 per cento; assai modesto è il ricorso al carbone.

L'Italia si distingue per l'assenza di produzione nucleare e per essere il primo importatore netto mondiale di energia elettrica.

Nel mondo la quota di produzione nucleare sul totale è passata dall'1 al 7 per cento negli ultimi trent'anni, all'11 per cento nei paesi dell'OCSE. Stati Uniti, Francia e Giappone producevano nel 2001 il 57 per cento del totale mondiale. In Francia il nucleare costituisce il 76 per cento della produzione elettrica totale e l'88 per cento dei consumi; le esportazioni nette della Francia ammontano al 13 per cento dell'elettricità prodotta. La quota di produzione proveniente dalle centrali nucleari negli Stati Uniti, in Giappone, in Germania, nel Regno Unito e in Spagna oscilla fra un quinto e un terzo del totale.

Tav. B21

INTENSITÀ ELETTRICA DEL PRODOTTO IN ALCUNI PAESI AVANZATI
(rapporto tra kWh consumati e PIL in dollari statunitensi costanti 1995)

Paesi	1973	1979	1999	2000	2001	Tasso di crescita annuale medio	
						1990-95	1996-2001
Francia	0,19	0,22	0,27	0,26	0,26	1,47	–1,10
Germania	0,25	0,27	0,21	0,21	0,22	–2,40	–0,40
Italia	0,22	0,23	0,26	0,26	0,26	0,80	0,93
Regno Unito	0,38	0,37	0,30	0,30	0,30	–0,60	–1,30
Spagna	0,21	0,26	0,31	0,32	0,33	0,93	2,45
Stati Uniti	0,49	0,50	0,45	0,45	0,43	0,07	–2,30
Giappone	0,18	0,18	0,19	0,19	0,18	1,46	0,02
Totale paesi Ocse	**0,33**	**0,34**	**0,34**	**0,34**	**0,33**	**0,36**	**–0,80**

Fonte: International Energy Agency (IEA), *Energy Policies of IEA Countries, 2003 review*, Parigi.

L'insufficienza delle interconnessioni nelle reti nazionali europee accresce i rischi di *black-out* per i paesi come l'Italia che si affidano, per una quota assai rilevante, alle importazioni di elettricità.

Il più basso costo dell'energia importata ha rappresentato un incentivo all'acquisto dall'estero. L'energia importata, per i vincoli tecnici legati alle infrastrutture di collegamento con l'estero e per la tipologia dei contratti utilizzati, è una risorsa scarsamente modulabile e contribuisce a irrigidire il sistema nazionale.

Nella seconda metà del decennio scorso si è deciso di superare il monopolio dell'Enel e di tenere distinte le varie fasi produttive: generazione, trasmissione, dispacciamento e distribuzione, per ovviare al rischio che la presenza di un produttore dominante integrato verticalmente rappresentasse un ostacolo all'entrata di nuovi operatori (cfr. il capitolo: *L'offerta interna* nella Relazione sull'anno 1998).

Dal 2003 nessuna impresa può controllare più del 50 per cento dell'energia elettrica prodotta o importata in Italia. L'Enel ha mantenuto una posizione dominante (stimabile pari al 52 per cento del mercato nel 2002), ma ha ceduto negli ultimi anni una quota della propria capacità produttiva pari a circa 15.000 megawatt (circa il 19 per cento della potenza totale installata in Italia). Data la necessità di riconversione di alcune di queste centrali vendute ai concorrenti, la capacità dismessa non è ancora pienamente utilizzata dai nuovi operatori. Il gruppo Enel controlla circa la metà della capacità di importazione di energia elettrica, posizione di vantaggio che perdurerà almeno fino al 2007, quando verranno a scadenza i contratti pluriennali stipulati con la Francia; attraverso Enel Trade, il gruppo si è aggiudicato circa la metà della restante capacità di interconnessione, allocata su base annuale.

Nel 1999 è stato istituito un soggetto pubblico gestore esclusivo della rete di trasmissione nazionale e del dispacciamento dell'energia elettrica: il Gestore della rete di trasmissione nazionale (GRTN). La quasi totalità della rete è rimasta di proprietà dell'Enel che ha esercitato i propri diritti di proprietà tramite la controllata Enel Terna spa. L'Enel ha conferito al GRTN i beni e il personale necessari per l'attività di gestione.

Negli ultimi anni, in Italia, l'offerta di elettricità si è adeguata all'aumento della domanda con sempre maggiore difficoltà.

La prospettiva di privatizzazione e l'incertezza sulle regole hanno indotto l'ex monopolista alla riduzione degli investimenti in capacità produttiva; la lentezza della liberalizzazione non ha creato incentivi adeguati per l'ingresso rapido di nuovi produttori. L'investimento in riserva di potenza non è sufficientemente remunerato nella struttura tariffaria. La costruzione di nuove centrali e di nuovi elettrodotti richiede l'interazione tra amministrazioni locali e nazionali. La realizzazione di nuove opere è soggetta all'autorizzazione del Ministero delle Attività produttive e all'assenso delle Regioni interessate, al parere dell'Ente locale competente e al rilascio di un nulla osta da parte del Ministero dell'Ambiente. Queste procedure sono espletate con la convocazione di apposite Conferenze dei servizi e vedono coinvolto il GRTN fin dalle fasi preliminari. Quest'attività di coordinamento tra organismi centrali e locali ha causato in alcuni casi notevoli ritardi nella realizzazione delle infrastrutture.

All'inizio dell'estate del 2003 il sistema italiano ha raggiunto i limiti di sicurezza; la potenza disponibile ha rischiato di diventare insufficiente per coprire i picchi di domanda. Data l'esiguità della riserva operativa disponibile, il GRTN è stato costretto a lanciare un programma di distacchi temporanei preannunciati nel corso dei mesi estivi, segno della difficoltà strutturale del sistema elettrico sfociata nel collasso di fine settembre, dovuto, in particolare, alla fragilità della rete.

Negli ultimi anni si è registrata una riduzione del margine di potenza per gestire eventuali indisponibilità a produrre o incrementi improvvisi di fabbisogno. Tali margini sono esigui se comparati con quelli degli altri sistemi europei. Margini di riserva ridotti rendono importanti i "contratti d'interrompibilità", che consentono al GRTN il distacco di una quota di carico degli utenti. I rinvii e le difficoltà nell'avvio della borsa elettrica hanno d'altro lato privato, fino ad aprile del 2004, il sistema italiano di un ulteriore strumento per bilanciare la domanda e l'offerta di elettricità. Dato il permanere di una forte concentrazione dell'offerta, la borsa elettrica, nel primo mese di attività, non sembra aver favorito un più stretto legame tra prezzi e costi di produzione dell'elettricità.

L'assetto di governo della rete ha finora presentato problemi di coordinamento tra GRTN ed Enel (rispettivamente gestore e proprietario della rete) e ha indotto scarsi incentivi agli investimenti in manutenzione e rafforzamento della rete stessa. L'Autorità per l'energia elettrica e il gas e l'Autorità garante della concorrenza e del mercato hanno espresso dubbi sulla scelta di mantenere la proprietà della rete di trasmissione in alta tensione in capo all'Enel, che potrebbe agire nelle decisioni d'investimento con criteri difformi da quelli desiderati dai concorrenti.

A maggio dell'anno in corso il Governo ha emanato un DPCM che prevede la cessione, entro il 31 ottobre 2005, a Terna spa (già proprietaria della rete elettrica nazionale) dell'attività di gestione svolta dal GRTN che manterrebbe le altre attività non strettamente connesse con la gestione della rete. Parte del capitale di Terna verrebbe ceduto nei prossimi mesi ai privati mediante un'offerta pubblica di vendita. Entro il 1° luglio 2007, l'Enel dovrebbe ridurre al 20 per cento la propria quota azionaria nel capitale di Terna.

Livello e rendimento dell'istruzione in Italia

Numerose verifiche empiriche mostrano che un aumento del livello di scolarizzazione aumenta la probabilità di occupazione e si associa a retribuzioni più alte. Le differenze negli stock di capitale umano sono altamente correlate con i divari di produttività osservati tra paesi e regioni, sia in modo diretto sia per i loro effetti sull'adozione di innovazioni tecnologiche.

In Italia il livello medio d'istruzione della popolazione resta inferiore rispetto ai principali paesi industrializzati, in particolare per la ridotta percentuale di laureati.

Secondo i dati dell'OCSE, nel 2001 oltre il 55 per cento della popolazione italiana in età compresa tra i 25 e i 64 anni aveva conseguito solo un titolo di scuola secondaria inferiore (scuola media), contro il 34 per cento nella media dei paesi industrializzati. La quota di popolazione in età da lavoro con diploma universitario, laurea o dottorato (10 per cento) era meno della metà di quella media dei paesi dell'OCSE.

La presenza di appropriati incentivi influenza la scelta di accrescere la propria istruzione. In una recente ricerca condotta dal Servizio Studi è stato stimato che il tasso di rendimento privato derivante da un incremento di un anno del tasso medio di scolarizzazione nel 2000 era in Italia pari al 7,1 per cento; in particolare, i rendimenti associati a un anno addizionale d'istruzione secondaria superiore o universitaria risultavano entrambi prossimi all'8 per cento. Il rendimento medio dell'istruzione sarebbe quindi molto maggiore di quello ricavabile da investimenti alternativi, ad esempio, in titoli o in capitale fisico. Nelle regioni meridionali, dato il maggior impatto della scolarizzazione sulla probabilità di occupazione, i tassi di rendimento stimati risultavano superiori alla media nazionale. Dal punto di vista individuale il proseguimento degli studi sembrerebbe un'opportunità d'investimento conveniente, soprattutto nelle aree più povere del Paese.

L'accumulazione di capitale umano è profittevole anche dal punto di vista della collettività.

I benefici derivanti dalla futura maggiore produttività del lavoro sono stimati attorno al 7 per cento (7,8 nelle regioni meridionali). I risultati della ricerca mostrano come circa il 30 per cento del differenziale osservato nella produttività regionale possa essere spiegato dal diverso livello di capitale umano.

L'esistenza di vincoli di liquidità, che impediscono di finanziare gli studi a fronte dei maggiori guadagni futuri, piuttosto che fattori legati all'ambiente familiare, potrebbe spiegare il ridotto investimento in capitale umano. In Italia esiste un forte grado di persistenza intergenerazionale nel livello dell'istruzione. Numerose analisi econometriche su dati individuali hanno dimostrato, in particolare, come variabili che approssimano la ricchezza della famiglia, in primis *il grado d'istruzione e il tipo di occupazione dei genitori, siano fortemente correlate con la scelta dei figli di proseguire gli studi. In una recente analisi del Servizio Studi su dati relativi a un campione rappresentativo di diplomati nel 1998 è stato calcolato che la probabilità di iscrizione all'università degli studenti provenienti da famiglie con istruzione al di sopra della media nazionale supera del 30 per cento circa quella dei diplomati delle famiglie con livelli di istruzione più bassi.*

La congiuntura e le politiche economiche regionali

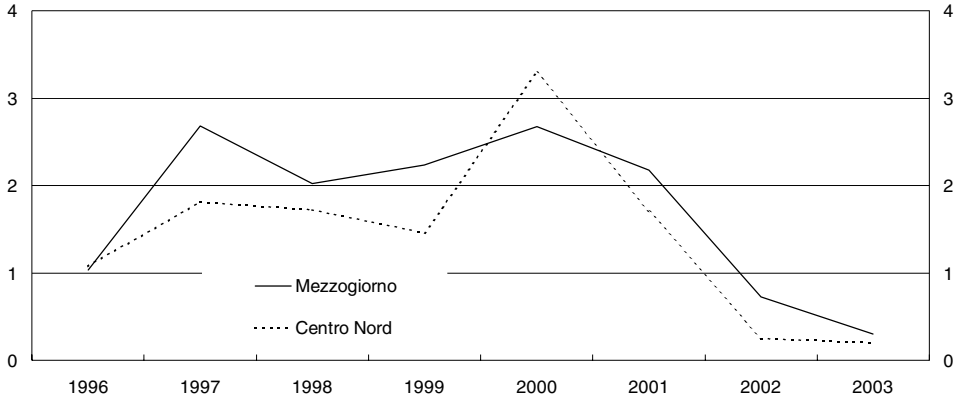
Nel 2003 il prodotto del Mezzogiorno è cresciuto, secondo stime della Svimez, dello 0,3 per cento contro lo 0,7 del 2002; nelle regioni del Centro Nord la dinamica del PIL ha proseguito la fase di stagnazione assestandosi allo 0,2 per cento (0,3 nel 2002). La dinamica dei consumi finali, in aumento rispetto al 2002, è stata lievemente superiore al Centro Nord (1,3 per cento contro 1,2) e ha riflesso la ripresa della spesa sia delle famiglie sia dell'Amministrazione pubblica. Gli investimenti fissi lordi sono diminuiti rispetto all'anno precedente, in modo più contenuto nel Mezzogiorno che nel resto del Paese (rispettivamente –0,8 e –2,5 per cento).

Nella media del periodo 1995-2003 la dinamica del PIL a prezzi costanti è stata più sostenuta nelle regioni meridionali rispetto al resto del Paese (Fig. B11). Secondo le stime del Ministero dell'Economia, la diversa dinamica del prodotto rifletterebbe il maggior tasso di crescita degli investimenti fissi lordi e la minor caduta delle esportazioni nel Mezzogiorno.

Fig. B11

TASSO DI CRESCITA DEL PIL NEL MEZZOGIORNO E AL CENTRO NORD

(a prezzi costanti 1995)



Fonte: Istat, *Conti economici territoriali*, per gli anni dal 1996 al 2002 e stime Svimez per il 2003.

Le esportazioni di beni in valore sono diminuite in tutte le ripartizioni rispetto al 2002: il calo è stato particolarmente accentuato al Centro e nel Nord Est; più contenuto nel Nord Ovest. La crescita nelle regioni insulari, dovuta all'aumento delle vendite di prodotti petroliferi raffinati, ha contribuito ad attenuare la flessione registrata nel Mezzogiorno (–3,8 per cento; tav. B22).

Tav. B22

ESPORTAZIONI PER RIPARTIZIONE GEOGRAFICA

(quote percentuali e tassi di crescita annui; a prezzi correnti)

Aree geografiche	Quote percentuali 2003	2000	2001	2002	2003
Nord Ovest	41,6	15,9	5,7	–3,5	–2,0
Nord Est	31,2	14,9	5,5	0,8	–5,5
Centro	16,1	21,2	2,3	0,6	–6,5
Mezzogiorno	10,7	27,7	3,6	–3,0	–3,8
Italia	**100,0** (1)	**17,8**	**4,9**	**–1,4**	**–4,0**

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

(1) Il totale include la quota delle esportazioni (pari allo 0,3 per cento) non attribuibili geograficamente.

Sul forte calo registrato dalle esportazioni al Centro ha influito in particolare la caduta delle vendite dell'industria aeronautica nel Lazio e di prodotti tessili, cuoio e abbigliamento nella Toscana. Nel Nord Est sono calate le vendite di prodotti metalmeccanici e dei settori tradizionali (tessili, abbigliamento, cuoio e calzature) sia in Veneto sia in Emilia Romagna. Nel Mezzogiorno la forte flessione dell'export della Campania (in particolare nelle vendite di mezzi di trasporto, prodotti del tessile e dell'abbigliamento) e dell'Abruzzo (apparecchi elettrici e meccanici, macchine e prodotti tessili) si è contrapposta all'aumento registrato nelle regioni insulari.

Modelli teorici e verifiche empiriche suggeriscono l'esistenza di una correlazione fra struttura del commercio estero e opportunità di crescita, sottolineando in particolare come un'accentuata specializzazione in settori poco avanzati tecnologicamente tenda ad associarsi a una riduzione dello sviluppo di un'area.

Un recente studio realizzato presso un Nucleo regionale di ricerca della Banca d'Italia ha analizzato la struttura della specializzazione internazionale delle regioni italiane. Emilia Romagna, Lombardia, Marche e Veneto da sole rappresentano il 60 per cento delle esportazioni italiane. Nel decennio 1992-2002 quasi la metà della perdita di quote a prezzi correnti dell'Italia sul commercio mondiale (dal 4,8 al 3,9 per cento) è attribuibile alla sola Lombardia (–0,40 punti percentuali). L'Emilia Romagna e il Veneto (con quote dello 0,46 e 0,57 per cento rispettivamente sul totale mondiale nel 2002) hanno perso 0,03 e 0,04 punti percentuali. La quota delle Marche è rimasta immutata allo 0,12 per cento. A seguito di questi andamenti l'incidenza dell'export manifatturiero lombardo sul totale nazionale si è ridotta di 3,7 punti percentuali, a fronte di un aumento di 1,7, 1,5 e 0,7 punti per Veneto, Emilia Romagna e Marche, rispettivamente. In presenza di un'accentuata dinamica della domanda mondiale di beni di consumo, macchine e strumenti tecnologicamente avanzati, nel corso degli anni novanta le regioni del Centro Nord avrebbero accentuato la propria specializzazione commerciale nei principali settori del made in Italy *e negli alimentari; spostamenti significativi della struttura dei vantaggi comparati verso lavorazioni ad alto contenuto tecnologico (settore farmaceutico, apparecchi radio-TV) si sarebbero invece registrati nelle regioni del Mezzogiorno. La quota del commercio mondiale delle regioni meridionali è, tuttavia, ancora estremamente contenuta. Alcune analisi empiriche sugli investimenti diretti dall'estero in Italia tra il 1994 e il 2000 mostrano che tale attività è fortemente concentrata (le sole province di Milano, Roma e Torino avrebbero assorbito circa il 60 per cento del totale degli investimenti diretti realizzati nel periodo considerato). Stime econometriche indicherebbero inoltre che la presenza di economie di agglomerazione di tipo marshalliano è in grado di attirare investimenti diretti dall'estero, in particolare negli stessi settori di specializzazione, grazie alle esternalità positive riguardanti sia l'attività innovativa sia la qualificazione delle forze di lavoro.*

La politica regionale. – Secondo il Ministero delle Attività produttive nel 2002, ultimo anno per il quale sono disponibili informazioni, la spesa complessiva per gli incentivi al settore privato aveva superato i 7 miliardi di euro, con un aumento del 24 per cento rispetto all'anno precedente. Le agevolazioni concesse in base alla legge 19 dicembre 1992, n. 488, e il cre-

dito d'imposta per gli investimenti effettuati, introdotto nel 2000, avevano assorbito circa il 50 per cento della spesa totale. Nel corso del 2003 sono state approvate le graduatorie relative a tre nuovi bandi della 488/92 per l'agevolazione degli investimenti privati nell'industria, turismo e commercio. L'ammontare delle agevolazioni previste è pari a quasi 1.500 milioni di euro. Nel complesso, dal 1996 gli incentivi concessi ammontano a circa 16.900 milioni, solo il 54 per cento dei quali risultava già erogato a giugno dello scorso anno. Nel 2003 le risorse utilizzate per il credito d'imposta sono state pari a 770 milioni di euro, in calo rispetto al 2002. Per il nuovo credito d'imposta concesso per l'assunzione di lavoratori con più di 25 anni e disoccupati da almeno due erano stati stanziati quasi 500 milioni nel 2003; ne sono stati erogati, a ottobre dello scorso anno, poco più del 10 per cento.

Alla fine del 2003 risultavano attivi 208 dei 220 patti territoriali nazionali approvati dal 1996; a essi sono collegati investimenti per oltre 11 miliardi di euro, con un onere per lo Stato di oltre 5 miliardi. Il grado di realizzazione delle iniziative infrastrutturali e imprenditoriali previste dai patti appare ancora limitato: secondo i dati del Ministero dell'Economia nel settembre del 2003 la percentuale di spesa ammontava a circa un terzo delle risorse assegnate. Una delibera del CIPE del luglio dello scorso anno ha definanziato iniziative non ancora avviate per i patti di almeno due anni che non abbiano realizzato il 50 per cento delle iniziative previste né speso almeno il 25 per cento delle risorse assegnate. Nel 2003 non sono stati approvati nuovi patti territoriali; le erogazioni sono scese da oltre 500 a poco più di 30 milioni di euro.

In forte ascesa, secondo le elaborazioni del Centro studi MET (Monitoraggio economia e territorio), sarebbero invece le erogazioni di fondi a favore dei contratti di programma (oltre 550 milioni di euro nel 2003). Alla fine dello scorso anno ne risultavano finanziati 59, di cui 9 nei dodici mesi precedenti, per un totale di investimenti previsti pari a quasi 6 miliardi di euro.

Il Quadro comunitario di sostegno 2000-06 prevede un ammontare di risorse da destinare a programmi di investimento pubblico (interventi effettuati a titolo dell'Obiettivo 1) di oltre 50 miliardi di euro. A settembre del 2003, secondo dati del Ministero dell'Economia, erano stati effettuati pagamenti per quasi 9 miliardi, pari al 73 per cento degli obiettivi di spesa. Secondo gli ultimi dati disponibili il precedente ciclo di programmazione (1994-99) si era concluso con l'impiego di oltre il 97 per cento dei fondi, grazie al forte recupero della spesa (circa il 20 per cento del totale) realizzato nel 2001, ultimo anno di ammissibilità dei pagamenti.

IL MERCATO DEL LAVORO

L'area dell'euro

Il protrarsi della debolezza dell'attività economica ha provocato un ulteriore rallentamento dell'occupazione nell'area dell'euro. Secondo dati parzialmente stimati, delle contabilità nazionali, nella media del 2003 il numero di residenti occupati è cresciuto di appena lo 0,2 per cento, dopo essere aumentato dello 0,5 nel 2002 e dell'1,3 nel 2001 (fig. B12). Come nell'anno precedente, il rallentamento ha particolarmente risentito della forte caduta della domanda di lavoro in Germania (–1,1 per cento; –0,6 nel 2002), ma il numero degli occupati è diminuito anche in Portogallo, Finlandia, Belgio e Paesi Bassi. In Francia si è registrato un modesto incremento (0,2 per cento); più sostenuta è stata la dinamica in Italia (1,0 per cento) e, soprattutto, in Irlanda, Grecia e Spagna (1,9 per cento).

Nel 2003 il tasso di disoccupazione è salito rispetto all'anno precedente in tutti i paesi dell'area, con l'eccezione di Italia, Finlandia, Grecia e Spagna; nel primo trimestre del 2004, al netto dei fattori stagionali, era pari all'11,2 per cento in Spagna, al 9,5 in Francia, al 9,3 in Germania, all'8,5 in Italia e all'8,8 nel complesso dell'area.

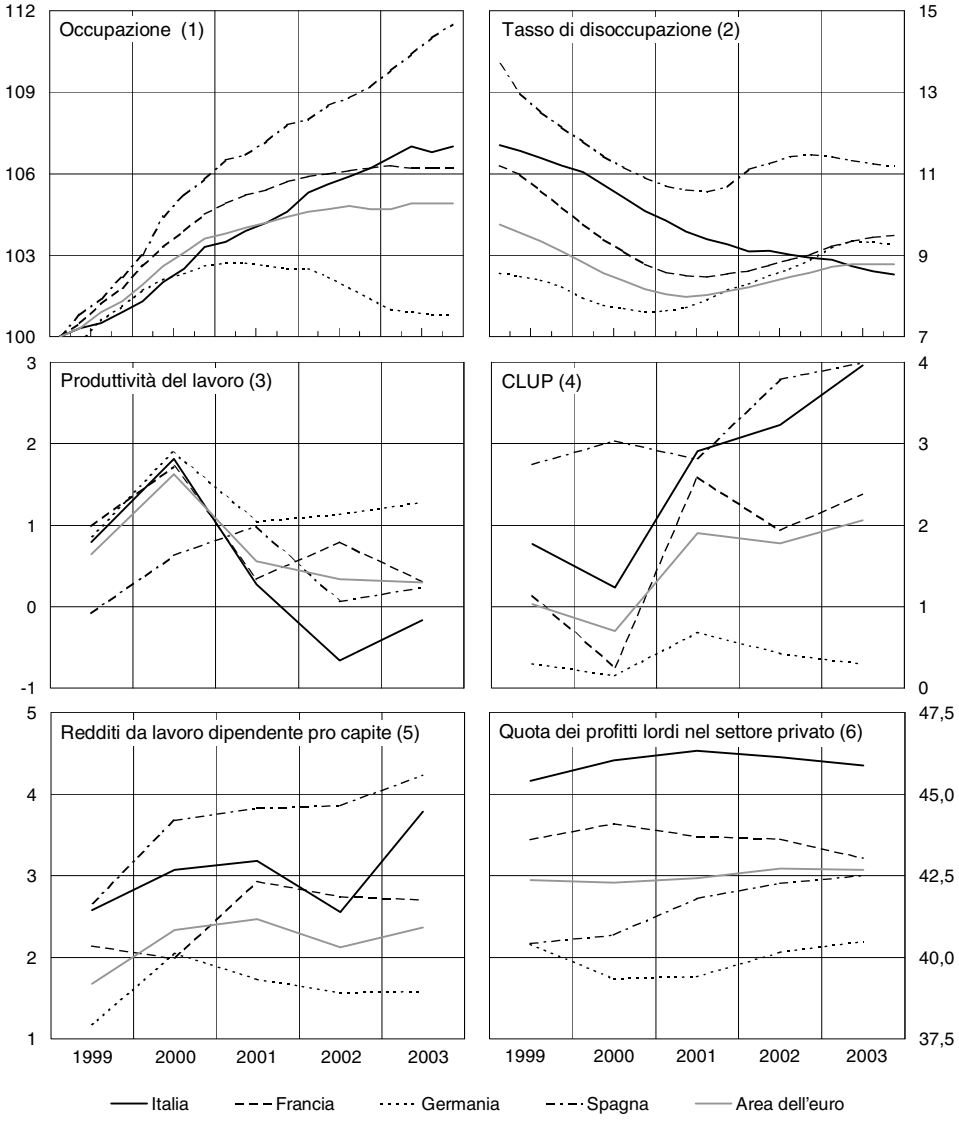
In Germania nella media del 2003 le persone in cerca di occupazione sono state oltre 3,6 milioni, pari a quasi il 30 per cento del totale dei disoccupati dell'area dell'euro. Il tasso di disoccupazione è aumentato dal 7,6 per cento alla fine del 2000 al 9,3 per cento nel marzo del 2003 ed è rimasto intorno a questo livello nei dodici mesi successivi. Per migliorare le condizioni del mercato del lavoro, nel 2002 sono state adottate misure dirette a rendere più efficienti gli uffici federali del lavoro, stimolare la creazione di imprese individuali e regolarizzare le attività minori sommerse. Alla fine del 2003 sono stati riformati in senso restrittivo gli ammortizzatori sociali con l'obiettivo di stimolare l'offerta di lavoro: requisiti più stringenti per ricevere l'indennità di disoccupazione e riduzione della sua durata; sussidi assistenziali più bassi per le persone in grado di lavorare che non ricevono l'indennità di disoccupazione; penalità nel caso in cui il disoccupato rifiuti una proposta di lavoro legale. È stata inoltre resa meno estesa la protezione dei rapporti di lavoro, innalzando da 5 a 10 dipendenti la soglia dimensionale oltre la quale vige la tutela contro il licenziamento (fatto salvo il diritto acquisito dai lavoratori assunti prima del 1° gennaio 2004).

Tra il 2001 e il 2003 la produttività del lavoro – il valore aggiunto a prezzi base per occupato in termini reali – è aumentata dello 0,3 per cento all'anno nella media dell'area. La dinamica della produttività è risultata molto diversa nelle principali economie dell'area: è stata negativa in Italia (–0,4 per cento

Fig. B12

MERCATO DEL LAVORO NELL'AREA DELL'EURO

(dati destagionalizzati)



Fonte: elaborazioni su dati Istat ed Eurostat, *Conti nazionali* e *Indagine sulle forze di lavoro.* Cfr. nell'appendice la sezione: *Note metodologiche.*

(1) Indice: 1° trimestre 1999=100. Valori parzialmente stimati. – (2) Valori percentuali. – (3) Variazioni percentuali del valore aggiunto a prezzi base ai prezzi del 1995 per occupato. – (4) Variazioni percentuali del rapporto tra redditi da lavoro dipendente pro capite e valore aggiunto a prezzi base ai prezzi del 1995 per occupato. – (5) Variazioni percentuali. – (6) Valori percentuali. Differenza tra valore aggiunto a prezzi base e remunerazione complessiva del lavoro (comprensiva dei redditi da lavoro imputati agli occupati autonomi sulla base del reddito medio dei dipendenti) in rapporto al valore aggiunto.

all'anno), vicina alla media in Francia e Spagna (rispettivamente, 0,3 e 0,2 per cento), molto più sostenuta in Germania (1,3 per cento). Queste differenze si sono trasferite sull'andamento del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP), cresciuto del 4,2 per cento all'anno in Italia, del 4,0 in Spagna, del 2,4 in Francia e dello 0,3 in Germania (cfr. il capitolo: *I prezzi e i costi*).

Negli anni recenti Germania e Italia sono state accomunate da un profilo di crescita economica modesto, ma hanno mostrato andamenti divergenti nell'utilizzo del fattore lavoro. Le imprese tedesche hanno gradualmente consolidato la loro presenza sui mercati esteri, hanno ridotto gli organici e aumentato la produttività del lavoro, beneficiando di una dinamica del costo del lavoro più contenuta che negli altri paesi dell'area, anche per il più basso tasso di inflazione. In Italia, per converso, l'aumento dell'occupazione, nonostante la fase congiunturale sfavorevole, si è mantenuto relativamente sostenuto. Vi hanno contribuito la crescita ridotta dei salari reali e la maggior flessibilità nell'utilizzo della manodopera. Ne ha risentito negativamente la produttività del lavoro, sulla quale continua tuttavia a incidere soprattutto l'assenza di miglioramenti tecnico-organizzativi, segnalata dalla caduta della produttività totale dei fattori (PTF); si stima che nell'intera economia la PTF, calcolata al netto del miglioramento di qualità dell'input di lavoro, sia diminuita dell'1,1 per cento sia nel 2002 sia nel 2003, registrando per la prima volta dall'inizio degli anni ottanta una riduzione per due anni consecutivi (fig. B13). Nell'industria in senso stretto, la PTF (corretta anche per le variazioni delle ore lavorate e del grado di utilizzo dello stock di capitale) è diminuita nell'ultimo biennio dell'1,2 per cento all'anno; dal 1998 è aumentata, leggermente, solo nel 2001, facendo registrare negli ultimi sei anni un calo complessivo del 3 per cento.

Fig. B13

PRODUTTIVITÀ DEL LAVORO IN ITALIA

(dati annui; variazioni percentuali, salvo diversa indicazione)

Fonte: elaborazione su dati Istat, *Conti nazionali*; valori parzialmente stimati per il 2002 e 2003.

(1) Contributo della variazione dello stock di capitale per unità standard di lavoro alla variazione della produttività del lavoro in punti percentuali. – (2) Differenza tra il tasso di crescita del valore aggiunto al costo dei fattori (ai prezzi del 1995) e i tassi di crescita dello stock di capitale e dell'input di lavoro (al netto dei miglioramenti di qualità), ponderati con le rispettive quote distributive. – (3) Variazione del valore aggiunto al costo dei fattori (ai prezzi del 1995) per unità standard di lavoro.

Nel settore privato i prezzi del prodotto, misurati dal deflatore del valore aggiunto a prezzi base, sono aumentati nel 2003 meno del CLUP in Francia e, per il secondo anno consecutivo, in Italia, determinando una

contrazione della quota dei profitti lordi sul valore aggiunto: dal 43,7 per cento nel 2001 al 43,0 nel 2003 in Francia e dal 46,3 al 45,9 in Italia, dove la quota resta tuttavia alta, nel confronto sia storico sia internazionale. All'opposto, come risultato di una crescita dei prezzi del valore aggiunto superiore a quella del CLUP, nello stesso periodo la quota dei profitti lordi è salita dal 41,8 al 42,5 per cento in Spagna e dal 39,4 al 40,5 in Germania.

La composizione dell'occupazione in Italia

Secondo l'indagine dell'Istat sulle forze di lavoro – che non rileva alcune categorie di occupati comprese invece nella stima di contabilità nazionale, come i lavoratori che abitano in convivenze, i militari di leva e gli stranieri non regolari – il numero di persone occupate in media nel 2003 è aumentato dell'1,0 per cento rispetto all'anno precedente (1,5 nel 2002 e 2,1 nel 2001). L'incremento è stato di 225 mila persone, per due terzi impiegate con contratto permanente di lavoro subordinato (177 mila, di cui 29 mila a tempo parziale); il numero dei lavoratori a termine è cresciuto di 20 mila unità; quello degli autonomi di 28 mila (tav. B23).

Tav. B23

STRUTTURA DELL'OCCUPAZIONE IN ITALIA

Tipo di occupazione	2003 (1)		Variazione 2003/2002 (1)		Variazione gennaio 2004/gennaio 2003	
	Migliaia di persone	Quote percentuali	Migliaia di persone	Valori percentuali	Migliaia di persone	Valori percentuali
Indipendente	6.008	27,2	28	0,5	28	0,5
a tempo pieno	5.605	25,4	51	0,9	21	0,4
a tempo parziale	403	1,8	–23	–5,2	7	1,8
Dipendente	16.046	72,8	197	1,2	138	0,9
permanente	14.464	65,6	177	1,2	118	0,8
a tempo pieno	*13.449*	*61,0*	*148*	*1,1*	*78*	*0,6*
a tempo parziale	*1.015*	*4,6*	*29*	*2,9*	*40*	*4,0*
temporanea	1.582	7,2	20	1,3	20	1,4
a tempo pieno	*1.119*	*5,1*	*16*	*–44,1*	*40*	*4,0*
a tempo parziale	*463*	*2,1*	*4*	*0,9*	*–20*	*–4,6*
Totale ...	**22.054**	**100,0**	**225**	**1,0**	**166**	**0,8**

Fonte: Istat, *Indagine sulle forze di lavoro.* Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Media delle rilevazioni trimestrali condotte nei mesi di gennaio, aprile, luglio e ottobre.

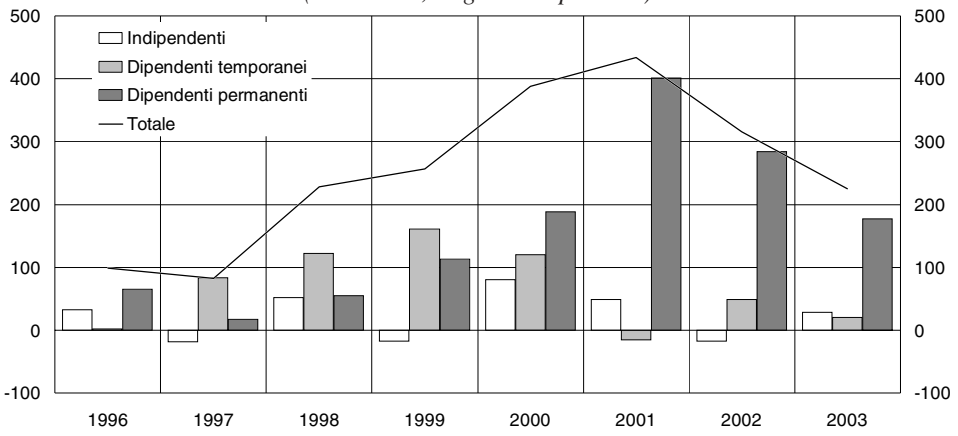
Tra il 1995 e il 2000 l'incremento dell'occupazione era avvenuto per il 46 per cento in posizioni a termine, per il 42 per cento in posizioni a tempo indeterminato e per il 12 per cento in attività autonome; nel triennio 2001-

03, l'89 per cento dell'aumento complessivo ha invece riguardato posizioni permanenti, contro il 5 per cento delle posizioni temporanee e il 6 per cento di quelle autonome (fig. B14).

Fig. B14

CRESCITA DELL'OCCUPAZIONE IN ITALIA

(dati annui; migliaia di persone)



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

La quota dei lavoratori autonomi è scesa dal 29,1 per cento del totale dell'occupazione nel 1995 al 27,2 nel 2003. L'aumento dell'incidenza degli imprenditori (dall'1,8 al 2,9 per cento) e dei liberi professionisti (dal 3,5 al 4,9) non ha compensato la riduzione delle quote dei lavoratori in proprio (dal 18,3 al 14,4), dei coadiuvanti (dal 4,4 al 4,1) e dei soci delle cooperative (dall'1,1 allo 0,9). Tra i lavoratori dipendenti, è cresciuta l'incidenza degli impiegati e dei quadri (dal 33,4 al 37,2 per cento dell'occupazione totale), si è ridotta quella degli operai e degli apprendisti (dal 35,9 al 34,0) ed è rimasta invariata quella dei dirigenti (1,6).

La diffusione dei contratti a tempo parziale e a termine si è stabilizzata nei primi anni di questo decennio. Nel quadriennio 2000-03, l'incidenza sul totale dell'occupazione dei lavoratori part time ha gravitato attorno all'8,5 per cento (8,2 nei settori non agricoli); la quota dei lavoratori temporanei sul totale dei dipendenti è rimasta sul 10 per cento (9 nei settori non agricoli).

Nell'ottobre del 2001, nelle unità produttive incluse nell'ottavo Censimento generale dell'industria e dei servizi erano complessivamente impiegati come personale esterno 827 mila lavoratori con contratto di collaborazione coordinata e continuativa e 119 mila lavoratori interinali, pari rispettivamente al 4,3 e allo 0,6 per cento degli addetti alle stesse unità locali.

L'utilizzo di forme di rapporto contrattuale più stabili negli ultimi anni è riconducibile a vari fattori. Tra il 2000 e il 2002 carenze di manodopera diffuse in molte aree del Paese e storicamente ampie possono aver accresciuto la probabilità dei lavoratori di ottenere posizioni a tempo indeterminato. Un secondo fattore è rappresentato dalla riduzione delle uscite dal mercato del lavoro dei lavoratori cinquantenni, occupati prevalentemente in posizio-

ni permanenti, anche per effetto dell'innalzamento dei requisiti di età per il collocamento a riposo previsto dalle riforme previdenziali degli anni novanta (cfr. il riquadro: *Composizione per età dell'occupazione e normativa previdenziale negli ultimi dieci anni*, in *Bollettino economico* n. 41, 2003).

Secondo l'indagine dell'Istat sulle forze di lavoro, tra il 1999 e il 2003 la quota degli occupati di età compresa tra i 50 e i 64 anni usciti dalle forze di lavoro è diminuita dal 7,1 al 5,7 per cento tra gli uomini e dal 9,1 al 7,7 tra le donne; queste riduzioni sono dipese dalle minori uscite per pensionamento, quasi per intero tra gli uomini e per circa metà tra le donne.

Infine, fino al 2002 uno stimolo significativo è derivato dal credito d'imposta per l'assunzione a tempo indeterminato di lavoratori adulti, previsto dalla legge 23 dicembre 2000, n. 388, e sospeso nel luglio di quell'anno a causa del costo per l'erario, rivelatosi molto superiore alle previsioni (cfr. la Relazione sull'anno 2002).

Il Ministero del Lavoro e delle politiche sociali ha calcolato che nella media del 2002 l'agevolazione abbia interessato circa 250 mila lavoratori, di cui circa la metà nel Mezzogiorno; nel primo semestre del 2003, il numero medio dei beneficiari sarebbe sceso a poco più di 150 mila, secondo una stima preliminare probabilmente approssimata per difetto. Dalla sua introduzione fino al primo semestre del 2003 il credito d'imposta ha determinato una riduzione delle entrate fiscali pari a 2.730 milioni di euro. L'agevolazione è stata reintrodotta dalla legge 27 dicembre 2002, n. 289 in forma meno ampia e non più automatica, ma subordinata a una procedura di autorizzazione preventiva. Il nuovo sgravio è divenuto operativo nel luglio del 2003 e rimarrà in vigore fino al dicembre del 2006.

Anche per effetto della sospensione del credito di imposta, gli incentivi all'occupazione sono scesi, secondo dati di preconsuntivo, dallo 0,61 del PIL nel 2002 allo 0,43 nel 2003, determinando un probabile ridimensionamento delle risorse impiegate nelle politiche attive del lavoro (tav. aB40). Nel 2003 la spesa per le politiche passive, cioè per i trattamenti di disoccupazione e per i prepensionamenti, sarebbe invece rimasta sui livelli del triennio precedente, intorno allo 0,6 per cento del PIL.

Negli anni novanta è fortemente aumentata la presenza di lavoratori immigrati. Si stima che tra il 1991 e il 2000 la quota degli occupati stranieri (regolari e irregolari) sia cresciuta dal 2,3 al 4,8 per cento del totale dell'occupazione. Ignorando gli effetti di complementarità o sostituzione tra forze di lavoro italiane e straniere, per effetto dell'afflusso di immigrati il numero totale di occupati è aumentato, dal 1991 al 2000, dello 0,4 per cento, nonostante una riduzione del 2,2 per cento del numero di occupati italiani.

In mancanza di stime ufficiali, si è calcolata la quota sopra indicata approssimando il numero degli occupati immigrati con la somma del numero dei lavoratori dipendenti extra comunitari iscritti negli archivi dell'INPS, dei permessi di soggiorno concessi per

lavoro autonomo e degli occupati stranieri irregolari secondo i conti nazionali. Il valore risultante sottostima il dato reale sia perché non include i lavoratori regolari dei paesi comunitari, sia per i ritardi e le omissioni nelle registrazioni ai fondi dell'INPS; d'altro canto, l'uso di fonti diverse può portare a duplicazioni. Secondo questo calcolo, il numero di occupati stranieri è raddoppiato da 520 mila nel 1991 a 1,1 milioni nel 2000.

Secondo informazioni del Ministero degli Interni, in base alla legge 30 luglio 2002, n. 189, è stata regolarizzata la posizione di 635 mila lavoratori immigrati, pari al 90 per cento delle 705 mila domande presentate (92 per cento se si includono anche i permessi di soggiorno concessi, ma non ritirati dagli interessati). Sulla base dei dati della Caritas, era stato accolto l'88 per cento delle domande (su 259 mila presentate) nella regolarizzazione del 1995 e l'86 per cento (su 251 mila presentate) in quella del 1998.

Nel 2000, ultimo dato disponibile, gli occupati stranieri irregolari erano 600 mila e rappresentavano il 17 per cento dell'occupazione non regolare stimata nella contabilità nazionale. Soprattutto per effetto dell'ultima sanatoria, la quota del lavoro sommerso sull'occupazione totale si è ridotta nel 2002 al 14,2 per cento dal 15 del quinquennio 1997-2001 (tav. aB39).

L'input di lavoro e gli andamenti settoriali in Italia

Nella media del 2003 l'input di lavoro, misurato in unità standard dalla contabilità nazionale, è aumentato dello 0,4 per cento (104 mila unità; tav. B24), a fronte di un incremento del numero di persone occupate dell'1,2 per cento (278 mila unità). Sulla considerevole discrepanza tra i due tassi di crescita, la maggiore dal 1991, ha inciso il forte aumento delle ore autorizzate di Cassa integrazione guadagni (28,2 per cento, equivalente alle prestazioni annuali di circa 30 mila occupati a tempo pieno; tav. aB51).

La domanda di lavoro è diminuita del 3,7 per cento (49 mila unità) nel settore dell'agricoltura e pesca, dove è proseguito il processo di ammodernamento dell'apparato produttivo. Negli ultimi dieci anni, a fronte di una riduzione dell'occupazione in questo settore del 28,1 per cento (pari a 498 mila unità), si è avuto un aumento dello stock di capitale per addetto del 52 per cento, contro il 14 per cento nel resto dell'economia.

Nella media del 2003 l'occupazione è scesa anche nell'industria in senso stretto (18 mila unità). Nel settore manifatturiero l'occupazione è aumentata solo nei comparti della fabbricazione di macchine elettriche, dei mobili e dei gioielli; i cali più pronunciati si sono registrati in quelli del tessile, conciario, del legno e dei mezzi di trasporto. Tra il 1993 e il 2003, il numero di unità standard impiegate nei settori tradizionali del tessile e abbigliamento, del cuoio e delle calzature e del legno, che rappresentano

circa un quinto della manodopera industriale, è calato del 15,7 per cento (195 mila unità), a fronte di un aumento del 6 per cento (236 mila unità) negli altri comparti industriali.

Tav. B24

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

Branche	Totale				Dipendenti			
	Quote		Variazioni		Quote		Variazioni	
	1993	2003	2003/1993	2003/2002	1993	2003	2003/1993	2003/2002
Agricoltura, silvicoltura e pesca	**7,8**	**5,2**	**–28,1**	**–3,7**	**4,2**	**3,0**	**–22,9**	**–6,1**
Industria in senso stretto	**22,8**	**21,6**	**0,8**	**–0,3**	**26,8**	**25,3**	**2,4**	**–0,4**
di cui: *attività manifatturiere*	*21,8*	*20,9*	*1,9*	*–0,2*	*25,4*	*24,3*	*3,8*	*–0,2*
Costruzioni	**7,0**	**7,2**	**9,0**	**2,9**	**6,2**	**6,0**	**6,1**	**4,0**
Servizi	**62,4**	**66,0**	**12,7**	**0,8**	**62,9**	**65,8**	**13,4**	**0,9**
Commercio, riparazioni e beni per la casa	15,6	15,3	4,5	1,3	10,2	11,6	23,3	2,4
Alberghi e ristoranti	4,8	5,4	21,4	0,9	3,8	4,2	19,1	–0,6
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	6,1	6,2	7,5	0,9	6,7	6,6	7,4	1,1
Intermediazione monetaria e finanziaria	2,8	2,7	2,3	2,1	3,5	3,3	2,3	1,6
Servizi a imprese e famiglie (1) ..	7,6	11,1	54,5	2,4	6,2	8,7	50,4	3,6
Pubblica Amministrazione (2)	6,5	5,5	–9,1	–3,1	9,3	7,8	–9,1	–3,1
Istruzione	7,0	6,7	1,4	..	9,4	8,6	–0,5	0,1
Sanità	5,4	5,5	8,0	–0,9	6,2	6,2	7,7	–0,3
Altri servizi pubblici, sociali e personali	3,7	4,4	26,5	1,3	3,3	4,1	35,8	1,7
Servizi domestici presso famiglie e convivenze	2,9	3,3	19,8	2,1	4,2	4,7	19,8	2,1
Totale ...	**100,0**	**100,0**	**6,5**	**0,4**	**100,0**	**100,0**	**8,5**	**0,5**

Fonte: Istat, *Conti nazionali.*
(1) Attività immobiliari, noleggio, informatica, ricerca, altre attività professionali e imprenditoriali. – (2) Include anche difesa e assicurazioni sociali obbligatorie.

Secondo l'indagine condotta dalla Banca d'Italia nelle imprese industriali con 20 addetti e oltre il numero di persone occupate nella media del 2003 è diminuito dell'1,4 per cento (tav. B25 e tavv. aB43-aB50). La flessione ha interessato tutte le aree del Paese e tutte le classi dimensionali (in particolare 500 addetti e oltre) e si è accompagnata con un aumento dell'incidenza della CIG e un calo delle ore lavorate pro capite, solo in parte compensato dal maggior utilizzo del lavoro interinale. Anche il turnover è diminuito rispetto al 2002. I lavoratori immigrati rappresentavano nel 2003 il 2,9 per cento del totale degli addetti.

Nell'edilizia l'input di lavoro è aumentato con un ritmo sostenuto per il quinto anno consecutivo (48 mila unità), raggiungendo il valore più elevato dal 1975.

Tav. B25

OCCUPAZIONE E ORARI DI LAVORO NELLE IMPRESE INDUSTRIALI ITALIANE CON ALMENO 20 ADDETTI

(valori percentuali)

Voci	2002	2003								
		Totale	Numero di addetti				Area geografica (1)			
			20-49	50-199	200-499	500 e oltre	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud e Isole
Occupazione dipendente										
Occupazione media (2)	–1,2	–1,4	–1,3	–1,2	–1,0	–2,1	–1,7	–1,3	–1,5	–0,9
Occupazione alla fine dell'anno (2)	–0,9	–1,8	–1,9	–1,3	–1,2	–2,5	–1,9	–1,7	–2,0	–1,4
Quota di occupati a tempo determinato alla fine dell'anno	6,5	5,9	6,5	5,9	5,6	5,5	4,8	6,4	6,5	7,7
Quota di lavoratori immigrati	....	2,9	3,8	3,2	2,8	1,5	....	....	....	....
Turnover (3)										
Turnover (4)	31,5	29,1	34,4	30,4	26,9	23,6	23,6	32,5	30,0	37,3
Assunzioni	15,3	13,6	16,2	14,6	12,8	10,6	10,9	15,4	*14,0*	17,9
a tempo indeterminato ..	*6,4*	*5,7*	*6,9*	*6,0*	*5,1*	*4,7*	*4,9*	*6,9*	*5,2*	*6,3*
a tempo determinato	*8,9*	*7,9*	*9,3*	*8,6*	*7,7*	*5,9*	*6,0*	*8,5*	*8,8*	*11,6*
Cessazioni	16,2	15,5	18,2	15,8	14,1	13,0	12,7	17,1	*16,0*	19,4
*per fine contratto a tempo determinato	*9,0*	*8,2*	*9,2*	*8,9*	*8,2*	*6,3*	*6,1*	*8,8*	*9,0*	*12,1*
*per altri motivi	*7,2*	*7,3*	*9,0*	*6,9*	*5,9*	*6,7*	*6,6*	*8,3*	*7,0*	*7,3*
Orario di lavoro										
Ore lavorate per dipendente (2)	–0,8	–0,7	0,1	–0,5	–0,8	–1,6	–0,8	–0,5	–0,5	–0,7
Incidenza del lavoro straordinario (5)	4,1	4,0	3,6	4,1	4,1	4,4	4,2	4,1	3,7	3,8
Incidenza del lavoro interinale (5) (6)	1,7	2,0	....	1,8	2,4	2,0	2,1	2,2	1,5	1,6
Incidenza della CIG (5) (6) ..	1,3	1,5	....	1,4	1,6	1,7	1,7	0,9	1,6	2,2

Fonte: *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.

Nei servizi l'occupazione è cresciuta di 123 mila unità, risultato di un aumento di 147 mila unità (1,5 per cento) in quelli privati e di una diminuzione di 24 mila unità (–0,4 per cento) in quelli pubblici. La domanda di lavoro è salita, come nel quinquennio precedente, nei settori del commercio (46 mila unità), degli alberghi (11 mila unità), dei trasporti e comunicazioni (13 mila unità); è tornata a crescere nell'intermediazione finanziaria (13 mila unità), dopo la flessione del 2002, principalmente per lo sviluppo delle attività ausiliarie. Nei servizi privati alle imprese e alle famiglie il tasso di crescita dell'occupazione è sceso al 2,4 per cento (63 mila unità), dal 7,3 per cento dell'anno precedente.

Secondo l'indagine condotta dalla Banca d'Italia nelle imprese dei servizi privati non finanziari con 20 addetti e oltre, il numero di occupati medio del 2003 è aumentato dell'1,5 per cento (tav. B26 e tavv. aB43-aB50). Le ore lavorate per dipendente sono diminuite dello 0,4 per cento e il ricorso al lavoro interinale è rimasto al di sotto dell'1 per cento delle ore lavorate dai dipendenti. Il turnover si è mantenuto elevato e vi è stato uno spostamento nella composizione delle assunzioni a favore di quelle a termine. La quota della manodopera immigrata, pari in media al 3,8 per cento, ha raggiunto il 6,2 per cento nella classe di addetti 200-499.

Il numero dei dipendenti della pubblica Amministrazione è diminuito del 3,1 per cento (43 mila unità); negli ultimi dieci anni la riduzione degli organici è stata del 9,1 per cento (133 mila unità). Il numero degli occupati è anche diminuito, per la prima volta dal 1992, nel settore della sanità (11 mila unità), mentre è rimasto stabile nel settore dell'istruzione.

Tav. B26

OCCUPAZIONE E ORARI DI LAVORO NELLE IMPRESE ITALIANE DEI SERVIZI PRIVATI NON FINANZIARI CON ALMENO 20 ADDETTI

(valori percentuali)

Voci	2002	2003								
		Totale	Numero di addetti				Area geografica (1)			
			20-49	50-199	200-499	500 e oltre	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud e Isole
Occupazione dipendente										
Occupazione media (2)	2,0	1,5	0,2	2,0	2,3	1,8	2,0	2,8	0,4	–0,1
Occupazione alla fine dell'anno (2)	2,0	1,8	1,4	1,6	1,6	2,3	2,5	2,7	1,2	–0,7
Quota di occupati a tempo determinato alla fine dell'anno	9,5	9,2	9,5	11,1	10,3	7,1	8,3	11,1	8,1	9,8
Quota di lavoratori immigrati	....	3,8	2,4	4,7	6,2	2,9	....	....	....	....
Turnover (3)										
Turnover (4)	55,0	55,9	63,5	56,8	66,3	45,6	46,4	70,6	55,9	57,4
Assunzioni	28,5	28,9	32,4	29,2	34,0	23,9	24,4	36,7	28,5	28,3
a tempo indeterminato ..	*12,8*	*11,6*	*9,9*	*12,7*	*15,3*	*10,5*	*12,2*	*13,2*	*10,5*	*9,2*
a tempo determinato	*15,7*	*17,3*	*22,5*	*16,5*	*18,7*	*13,4*	*12,2*	*23,5*	*18,0*	*19,1*
Cessazioni	26,5	27,0	31,1	27,6	32,3	21,7	22,0	33,9	27,4	29,1
per fine contratto a tempo determinato	*15,0*	*17,6*	*22,4*	*16,8*	*17,8*	*14,9*	*13,1*	23,4	18,6	18,9
per altri motivi	*11,5*	*9,4*	*8,7*	*10,8*	*14,5*	*6,8*	*8,9*	*10,5*	*8,8*	*10,2*
Orario di lavoro										
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: *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.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro in Italia

Il tasso di disoccupazione è stato nella media del 2003 pari all'8,7 per cento, in calo rispetto al 9,0 del 2002 (tav. aB36). È diminuito in tutte le circoscrizioni: dal 4,0 al 3,8 per cento al Nord, dal 6,6 al 6,5 al Centro e dal 18,3 al 17,7 nel Mezzogiorno. È sceso dal 7,0 al 6,8 per cento tra gli uomini e dal 12,2 all'11,6 tra le donne.

Secondo i criteri dell'Ufficio internazionale del lavoro, adottati nelle statistiche italiane ed europee, si considera disoccupata una persona priva di occupazione, che abbia svolto almeno un'azione concreta per trovarla nelle quattro settimane precedenti e che sia immediatamente disponibile a lavorare. Analisi condotte al Servizio Studi mostrano che, in Italia come in altri paesi della UE, molte persone in cerca di impiego sono escluse dal novero dei disoccupati perché non hanno svolto azioni di ricerca nel mese precedente, ma hanno in realtà la stessa probabilità di trovare un'occupazione di un disoccupato. Se giudicate sulla base delle probabilità di mutare la propria condizione nel mercato del lavoro, queste persone non appaiono quindi come realmente diverse dai disoccupati. Utilizzando i dati dell'indagine dell'Istat sulle forze di lavoro, se si adottasse una definizione più ampia comprendente anche queste persone il tasso di disoccupazione italiano sarebbe stato nel 2003 più elevato di quello osservato di circa 0,6 punti percentuali (0,2 punti al Centro Nord e 1,4 punti nel Mezzogiorno).

Tra il 2002 e il 2003 l'offerta di lavoro è aumentata di 157 mila unità (0,7 per cento), raggiungendo 24.150 mila persone, di cui 23.800 mila di età compresa tra i 15 e i 64 anni. In quest'ultima classe di età, l'intera variazione è attribuibile alla dinamica del tasso di attività, salito dal 61,0 per cento nel 2002 al 61,4 nel 2003.

Dal 2000 al 2003 il tasso di attività è cresciuto di 1,5 punti percentuali, per due terzi per la più elevata partecipazione femminile. Questa variazione complessiva può essere scomposta nei contributi della quota sulla popolazione e del tasso di attività di ciascuna classe di età (fig. B15). Sia la quota sulla popolazione sia la partecipazione al mercato del lavoro delle persone di entrambi i sessi con meno di 25 anni hanno registrato un calo, determinando una riduzione del tasso di attività totale di quasi un punto percentuale. Le coorti maschili tra i 35 e i 64 anni hanno invece contribuito a innalzare il tasso di attività di quasi un punto percentuale: quelle più giovani per l'aumento della loro quota sulla popolazione; quelle dei cinquantenni rimanendo più a lungo nel mercato del lavoro. Le donne tra i 25 e i 64 anni hanno sospinto il tasso di attività totale per circa 1,5 punti percentuali, soprattutto grazie alla maggiore partecipazione.

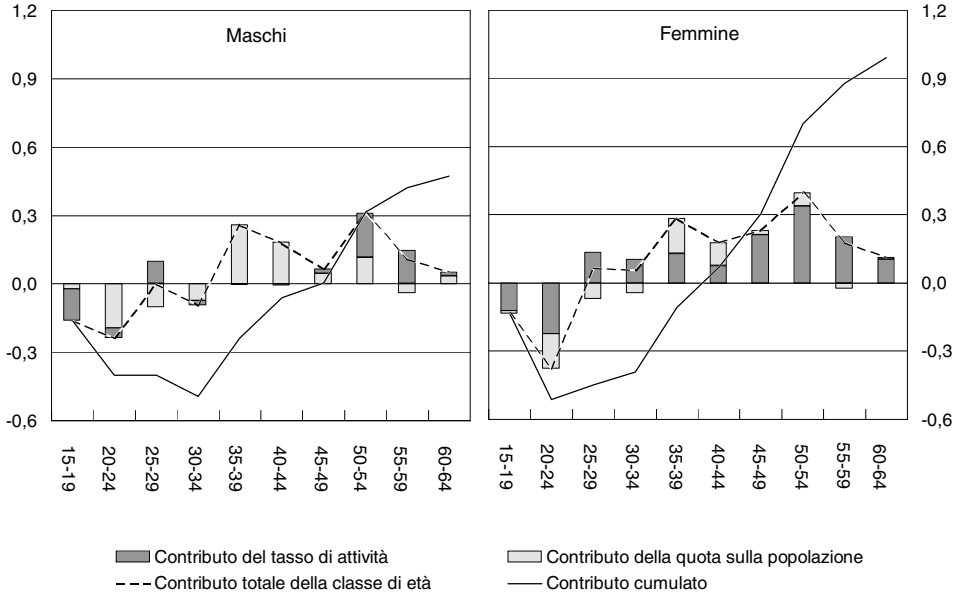
La maggiore permanenza al lavoro degli occupati più anziani si è riflessa in un aumento del tasso di occupazione delle classi di età tra i 55 e i 64 anni dal 28,9 per cento nel 2002 al 30,3 nel 2003 (tav. aB35).

Il tasso di occupazione delle persone di età compresa tra i 15 e i 64 anni è aumentato dal 55,4 al 56,0 per cento (dal 68,8 al 69,3 per gli uomini e dal 42,0 al 42,7 per le donne). Nonostante che negli ultimi dieci anni sia aumentato di circa cinque punti percentuali, il tasso di occupazione delle persone in età lavorativa rimane in Italia tra i più bassi dei paesi della UE (tav. aB32).

Fig. B15

VARIAZIONE DEL TASSO DI ATTIVITÀ DELLA POPOLAZIONE IN ETÀ LAVORATIVA E SUE COMPONENTI IN ITALIA TRA IL 2000 E IL 2003

(punti percentuali)



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

Le retribuzioni e il costo del lavoro in Italia

Nel 2003 le retribuzioni di fatto per unità standard di lavoro dipendente, misurate nei conti nazionali, sono cresciute in media del 3,2 per cento rispetto all'anno precedente (2,6 per cento nel 2002; tav. B27); dello 0,6 per cento in termini reali (0,2 nel 2002). Come nei tre anni precedenti, l'aumento è stato più elevato nel settore pubblico che in quello privato (rispettivamente, 5,0 e 2,6 per cento); nell'ultimo quadriennio le retribuzioni pubbliche sono cresciute in media del 4,3 per cento all'anno e quelle private del 2,7.

Nel 2003 le retribuzioni unitarie di fatto sono aumentate del 2,2 per cento nei servizi privati, del 2,3 nelle costruzioni e del 2,8 nell'industria in senso stretto (quelle contrattuali, rispettivamente, del 2,3, 2,6 e 2,5 per cento). Come nel 2002, nell'industria in senso

stretto lo slittamento salariale (la discrepanza tra le variazioni delle retribuzioni di fatto e di quelle contrattuali) è risultato più contenuto che in passato, per effetto sia del venir meno dei pagamenti una tantum corrisposti nell'anno precedente, sia della riduzione delle ore lavorate e dei premi aziendali collegati alla produttività.

Secondo la rilevazione OROS, condotta dall'Istat sulla base delle dichiarazioni rese dalle imprese all'INPS in adempimento degli obblighi contributivi, le retribuzioni unitarie di fatto di impiegati, operai e apprendisti nell'industria e nei servizi privati sono cresciute tra il 2000 e il 2003 del 2,5 per cento all'anno, a fronte del 2,7 per cento indicato dai conti nazionali. Nel triennio il divario tra le due fonti è ridotto nell'industria in senso stretto (2,8 per cento nella rilevazione OROS e 2,9 per cento nei conti nazionali) e nelle costruzioni (2,4 e 2,1 per cento), ma è più ampio in alcuni settori dei servizi, come alberghi (1,3 e 3,2 per cento), commercio (2,3 e 3,0 per cento) e trasporti e comunicazioni (2,5 e 1,9 per cento). Queste discrepanze potrebbero segnalare una diversa dinamica delle retribuzioni di impiegati, operai e apprendisti regolari da quelle dei dirigenti o da quelle dei lavoratori non regolari, che sono incluse nei conti nazionali, ma non nella rilevazione OROS.

L'aumento delle retribuzioni pubbliche pro capite nel 2003 è stato particolarmente forte nella pubblica Amministrazione (8,1 per cento) e nell'istruzione (6,0 per cento), mentre è risultato più contenuto nella sanità (2,0 per cento) e negli altri servizi pubblici (2,2 per cento). L'elevato scostamento rispetto all'andamento delle retribuzioni pubbliche contrattuali (1,6 per cento) risente del pagamento degli arretrati (cfr. il capitolo della sezione C: *L'andamento delle entrate e delle spese in Italia*).

I rinnovi contrattuali siglati nella seconda metà del 2003 e nei primi mesi del 2004 (alimentari, assicurazioni, turismo, aziende municipalizzate di trasporto, concia, servizio sanitario nazionale, chimica, grafica ed editoria, tessile e abbigliamento, calzature, edilizia) hanno confermato la tendenza a fissare aumenti retributivi per il biennio di vigenza del contratto in linea con i tassi di inflazione attesi più che con quelli ufficialmente programmati, oltre a prevedere il sostanziale recupero dello scarto tra inflazione effettiva e programmata nel biennio precedente.

Il costo del lavoro per unità standard di lavoro dipendente, che include anche gli oneri sociali a carico dei datori di lavoro, è aumentato nel 2003 del 3,8 per cento, 0,6 punti percentuali in più delle retribuzioni unitarie. In assenza di variazioni delle aliquote contributive, la dinamica più sostenuta del costo del lavoro riflette, in parte, la crescita degli oneri sociali seguita alla recente regolarizzazione dei lavoratori immigrati.

Secondo informazioni del Ministero degli Interni, i versamenti contributivi effettuati contestualmente alla presentazione della domanda di regolarizzazione nel novembre 2002 hanno comportato maggiori entrate per l'erario per 353 milioni di euro. Nell'ultimo biennio, gli oneri sociali versati dai datori di lavoro sono aumentati del 110,3 per cento (da 352 milioni di euro nel 2001 a 741 nel 2003) nel solo settore dei servizi domestici alle famiglie, dove si sarebbe concentrata circa metà delle regolarizzazioni.

Tav. B27

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)	Costo del lavoro per unità di prodotto (1)	Quota del lavoro sul valore aggiunto a prezzi base (1) (2)	Produttività totale dei fattori (3)	
								non corretta	corretta
				Industria in senso stretto					
Media 1981-1985	0,1	–2,8	3,0	15,8	16,2	12,8	66,9	1,3	1,8
Media 1986-1990	3,2	0,6	2,5	7,3	8,0	5,3	64,6	1,9	0,8
Media 1991-1995	1,5	–1,7	3,2	5,8	5,9	2,6	67,2	2,1	1,3
Media 1996-2000	1,1	0,1	1,0	3,4	2,6	1,5	64,2	0,4	..
2001	–0,2	–0,5	0,3	3,4	3,1	2,8	62,5	–0,7	0,3
2002	–0,3	0,5	–0,8	2,5	2,2	3,1	63,7	–1,4	–1,1
2003	–1,0	–0,3	–0,6	2,8	3,0	3,7	64,8	–1,3	–1,2
				Costruzioni					
Media 1981-1985	0,1	–1,3	1,4	15,9	15,1	13,5	63,5	0,2	–
Media 1986-1990	1,9	–0,4	2,3	9,9	10,4	7,9	66,0	2,0	–
Media 1991-1995	–1,3	–0,6	–0,6	4,5	4,5	5,2	70,1	–0,5	–
Media 1996-2000	1,3	0,8	0,5	3,4	2,3	1,8	70,4	–0,2	–
2001	3,1	4,7	–1,5	2,2	2,1	3,7	71,7	–2,1	–
2002	2,5	2,6	–0,1	1,8	2,4	2,5	71,2	–1,0	–
2003	2,5	2,9	–0,4	2,3	3,2	3,6	71,8	–1,0	–
				Servizi privati (4)(5)					
Media 1981-1985	3,0	3,7	–0,7	14,0	13,4	14,2	75,5	–0,6	–
Media 1986-1990	3,7	1,7	2,0	7,0	7,3	5,1	71,2	1,4	–
Media 1991-1995	1,7	–0,3	1,9	5,7	5,5	3,5	70,3	1,0	–
Media 1996-2000	3,4	2,2	1,2	3,2	2,2	1,0	65,4	0,8	–
2001	3,5	2,4	1,0	3,4	3,1	2,1	64,2	0,6	–
2002	1,0	2,1	–1,1	2,2	2,2	3,4	64,7	–1,4	–
2003	0,5	1,5	–1,0	2,2	2,7	3,7	65,2	–1,1	–
				Settore privato (5)					
Media 1981-1985	1,5	–0,2	1,6	15,4	15,3	13,4	74,5	1,0	–
Media 1986-1990	3,2	0,4	2,7	7,4	7,9	5,0	71,3	2,0	–
Media 1991-1995	1,4	–1,2	2,6	5,8	5,7	3,0	71,5	1,7	–
Media 1996-2000	2,4	0,9	1,5	3,4	2,5	1,0	66,8	1,0	–
2001	2,1	1,5	0,5	3,2	2,9	2,4	65,2	..	–
2002	0,5	1,4	–0,9	2,3	2,2	3,2	65,9	–1,3	–
2003	–0,1	0,7	–0,8	2,6	3,0	3,8	66,6	–1,1	–
				Totale economia (5)					
Media 1981-1985	1,6	0,5	1,1	15,2	15,1	13,9	77,5	0,6	0,3
Media 1986-1990	2,8	0,7	2,1	8,1	8,5	6,3	74,8	1,5	1,2
Media 1991-1995	1,2	–0,8	2,0	5,0	5,3	3,1	75,1	1,4	0,9
Media 1996-2000	2,2	0,8	1,3	3,5	2,8	1,5	70,9	0,9	0,6
2001	2,1	1,6	0,4	3,5	3,2	2,8	69,4	0,1	..
2002	0,6	1,3	–0,6	2,6	2,5	3,2	69,9	–1,0	–1,1
2003	0,1	0,4	–0,4	3,2	3,8	4,2	70,6	–0,8	–1,1

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) 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 2002 e 2003. – (4) Includono commercio, alberghi, trasporti, comunicazioni, intermediazione creditizia, servizi vari a imprese e famiglie. – (5) Al netto della locazione dei fabbricati.

La regolamentazione del mercato del lavoro in Italia

Alla fine dello scorso ottobre è entrato in vigore il decreto legislativo 10 settembre 2003, n. 276, che, in attuazione di alcune deleghe della legge 14 febbraio 2003, n. 30, è intervenuto su due aree principali di regolamentazione del mercato del lavoro: la disciplina delle attività pubbliche e private per l'impiego e la definizione delle tipologie contrattuali.

Si prevede che operatori privati possano affiancare i servizi pubblici per l'impiego nell'attività di intermediazione di manodopera e di ricerca e selezione del personale. Tutti i soggetti, pubblici e privati, che operano nel campo dell'incontro della domanda e dell'offerta di lavoro sono inoltre tenuti a partecipare a una rete informativa integrata (Borsa nazionale del lavoro). Infine, le agenzie private possono fornire manodopera non solo a termine, come con il lavoro interinale, ma anche a tempo indeterminato (somministrazione di lavoro o staff leasing*).*

*Per quanto riguarda le forme contrattuali, sono stati definiti: il lavoro ripartito (*work sharing*), ovvero l'adempimento di una prestazione lavorativa da parte di due persone; il lavoro intermittente (*job on call*), secondo cui un'impresa può richiedere la prestazione lavorativa in qualsiasi momento in base alle esigenze produttive, a fronte del pagamento di un'indennità di disponibilità nei periodi di inattività; il lavoro a progetto, che di fatto sostituisce i rapporti di collaborazione coordinata e continuativa tranne che per le prestazioni di carattere occasionale. Nell'ambito dei contratti a contenuto formativo, sono stati introdotti i contratti di inserimento lavorativo, da indirizzare in particolare ai lavoratori più deboli, ed è stato esteso il campo di applicazione dell'apprendistato, elevandone la durata e i limiti di età. Infine, è stata rivista la normativa del part time, per facilitare il ricorso al lavoro straordinario e la variazione della durata della prestazione.*

Il lavoro a progetto prevede alcune tutele del lavoratore assenti nei vecchi rapporti di collaborazione coordinata e continuativa (sospensione in caso di infortunio, malattia e gravidanza; tutela insita nella fissazione di un termine del contratto) e mira a contrastare l'utilizzo di questi ultimi come strumento per eludere le norme del rapporto di lavoro subordinato. Nella stessa direzione va la disposizione del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269 (convertito nella legge 24 novembre 2003, n. 326), che ha fissato per le prestazioni lavorative svolte in forma di associazione in partecipazione obblighi contributivi analoghi ai rapporti di collaborazione coordinata e continuativa.

È ancora all'esame del Parlamento il secondo disegno di legge relativo alle misure di riforma del mercato del lavoro concordate nel cosiddetto Patto per l'Italia, siglato dal Governo con le parti sociali, con l'eccezione della CGIL, il 5 luglio del 2002 (cfr. il riquadro: *Le misure riguardanti il mercato del lavoro contenute nel Patto per l'Italia*, in *Bollettino Economico*, n. 39, 2002). In questo secondo disegno di legge sono contenuti gli interventi più controversi riguardanti il riordino degli incentivi per l'occupazione, la riforma degli ammortizzatori sociali, la sospensione sperimentale dell'art. 18 dello Statuto dei lavoratori e l'arbitrato nelle controversie individuali di lavoro.

La distribuzione delle retribuzioni e dei redditi familiari in Italia

Secondo l'indagine campionaria biennale della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, tra il 2000 e il 2002 le retribuzioni reali medie mensili dei lavoratori dipendenti sono cresciute, al netto delle imposte e dei contributi sociali, dell'1,0 per cento all'anno (tav. B28). L'aumento è stato maggiore per le donne che per gli uomini (rispettivamente, 1,9 e 0,8 per cento) e nel Mezzogiorno rispetto al Centro Nord (1,5 e 1,0 per cento). Se si considerano solamente i lavoratori dipendenti a tempo pieno, scompare il differenziale territoriale, ma si accentua quello per sesso (2,2 per cento per le donne e 0,8 per gli uomini).

Tav. B28

RETRIBUZIONI REALI NETTE MENSILI IN ITALIA (1)

(euro a prezzi 2002, salvo diversa indicazione)

Voci	Totale		Maschi		Femmine		Centro Nord		Mezzogiorno	
	2000	2002	2000	2002	2000	2002	2000	2002	2000	2002
	Totale lavoratori dipendenti									
Retribuzioni medie	1.202	1.227	1.311	1.331	1.040	1.079	1.249	1.273	1.080	1.112
Indice di Gini (2)	0,240	0,251	0,235	0,238	0,230	0,259	0,227	0,249	0,268	0,254
Rapporto interdecilico (3)	3,1	2,9	2,7	2,8	2,8	3,2	2,7	2,9	3,6	3,3
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	16,9	17,8	11,2	10,6	25,4	28,0	13,3	14,9	26,5	24,9
	Lavoratori dipendenti a tempo pieno									
Retribuzioni medie	1.263	1.293	1.337	1.358	1.134	1.185	1.305	1.337	1.152	1.181
Indice di Gini (2)	0,217	0,228	0,225	0,227	0,190	0,223	0,208	0,227	0,237	0,224
Rapporto interdecilico (3)	2,4	2,6	2,5	2,5	2,3	2,5	2,3	2,5	3,1	2,7
Quota di lavoratori a bassa retribuzione (4)	10,6	11,3	9,0	8,0	13,4	16,9	7,4	8,6	19,3	18,4

Fonte: *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, *Archivio storico* (Versione 3.0, gennaio 2004). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

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

Utilizzando un campione di lavoratori iscritti all'INPS, si stima che nel periodo 1986-1994 le retribuzioni lorde dei dipendenti di imprese private non agricole nati in paesi extra comunitari, a parità di caratteristiche osservabili, fossero inferiori del 10 per cento a quelle degli italiani. Secondo i dati dell'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie, nel periodo 1989-2002 lo stesso differenziale risultava pari al 5-6 per cento sia nell'intera economia sia nel solo settore privato. La diversità tra le due stime riflette

le differenze nel periodo temporale, nelle variabili di controllo incluse nella stima e nella definizione di retribuzione (lorda nel primo caso e netta nel secondo). Parte del divario salariale tra extra comunitari e italiani può essere spiegato dal fatto che l'impiego di forze di lavoro straniere è più probabile in imprese che tenderebbero comunque a pagare salari più bassi, indipendentemente dalle caratteristiche dei lavoratori assunti. Questa evidenza sembra indicare come sia finora prevalso un rapporto di complementarità tra manodopera nazionale e immigrata. In un mercato del lavoro segmentato come quello italiano, dove difficoltà nel reperimento della manodopera coesistono con ampie sacche di disoccupazione, i lavoratori stranieri avrebbero coperto posti di lavoro di "bassa qualità" che i lavoratori italiani sarebbero meno disposti ad accettare.

Confermando la tendenza espansiva iniziata nel 1995, nel biennio 2001-02 il reddito equivalente disponibile reale è cresciuto dell'1,5 per cento annuo; è aumentato del 2,1 al Centro Nord ed è sceso dello 0,5 nel Mezzogiorno (tav. B29). Nel quadriennio 1999-2002 è salito in entrambe le aree (rispettivamente, 1,1 e 0,8 per cento all'anno).

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

Tra il 2000 e il 2002, gli indici complessivi di disuguaglianza e di povertà sono rimasti invariati. Si è tuttavia registrato un mutamento della distribuzione dei redditi in favore delle famiglie dei lavoratori autonomi e dei dirigenti rispetto a quelle degli operai, degli impiegati e dei pensionati. Il reddito equivalente disponibile (in cui rientrano tutte le fonti di reddito della famiglia e non solo le entrate da lavoro o pensione) è cresciuto, in termini reali, dell'8,9 per cento all'anno per le famiglie dei dirigenti (pubblici e privati) e del 2,4 per cento per quelle dei lavoratori autonomi, contro lo 0,9 per cento per le famiglie degli impiegati, lo 0,6 cento per quelle degli operai e lo 0,3 per quelle dei pensionati.

Questi andamenti hanno rafforzato una dinamica di medio periodo dei redditi familiari che ha esercitato un impatto sulla composizione della povertà, pur lasciandone inalterata l'incidenza totale. Tra il 1995 e il 2002 la quota di persone in famiglie a basso reddito – ovvero quelle che hanno un reddito equivalente disponibile inferiore alla metà del valore mediano – è salita dal 16,9 al 21,4 per cento tra le famiglie operaie, mentre è scesa dal 15,5 all'11,9 tra le famiglie dei lavoratori autonomi. Anche per le famiglie di impiegati si è registrato un aumento, ancorché su livelli molto più bassi. L'incidenza della povertà è invece diminuita lievemente tra le famiglie di pensionati ed è rimasta sostanzialmente nulla tra quelle di dirigenti.

Tav. B29

REDDITO REALE FAMILIARE EQUIVALENTE DISPONIBILE IN ITALIA (1)

(valori a prezzi 2002; valori assoluti e valori percentuali)

Voci (2)	1993	1995	1998	2000	2002	2000	2002
	Migliaia di lire					Euro	
Reddito equivalente medio	28.483	27.921	29.666	30.061	30.953	15.525	15.986
Centro Nord	*32.946*	*32.427*	*34.965*	*35.054*	*36.535*	*18.104*	*18.869*
Mezzogiorno	*20.633*	*20.038*	*20.356*	*21.252*	*21.022*	*10.976*	*10.857*
Operaio, apprendista, commesso	*22.033*	*22.176*	*22.147*	*22.418*	*22.693*	*11.578*	*11.720*
Impiegato, quadro, insegnante	*33.542*	*33.079*	*32.036*	*33.254*	*33.831*	*17.174*	*17.472*
Dirigente	*59.492*	*56.274*	*58.471*	*57.685*	*68.443*	*29.792*	*35.348*
Lavoratore autonomo	*33.714*	*32.843*	*40.009*	*36.989*	*38.814*	*19.103*	*20.046*
Pensionato	*24.730*	*25.228*	*27.420*	*28.626*	*28.779*	*14.784*	*14.863*
Inoccupato non pensionato	*10.589*	*8.758*	*11.813*	*12.075*	*11.048*	*6.236*	*5.706*
Indice di Gini (3)	0,336	0,337	0,348	0,335	0,333	–	–
Centro Nord	*0,300*	*0,299*	*0,314*	*0,293*	*0,296*	–	–
Mezzogiorno	*0,350*	*0,356*	*0,350*	*0,357*	*0,330*	–	–
Rapporto interdecilico (4)	4,7	4,7	4,8	4,6	4,5	–	–
Famiglie a basso reddito (5)	12,4	12,5	13,0	12,4	12,3	–	–
Centro Nord	*6,4*	*5,2*	*5,9*	*4,4*	*4,6*	–	–
Mezzogiorno	*25,1*	*27,1*	*27,4*	*28,4*	*27,7*	–	–
Operaio, apprendista, commesso	*14,2*	*14,1*	*16,0*	*16,0*	*17,4*	–	–
Impiegato, quadro, insegnante	*2,9*	*3,1*	*3,3*	*2,9*	*4,5*	–	–
Dirigente	*..*	*..*	*..*	*1,2*	*..*	–	–
Lavoratore autonomo	*16,5*	*14,4*	*10,5*	*10,0*	*9,6*	–	–
Pensionato	*13,0*	*12,6*	*13,0*	*12,5*	*12,1*	–	–
Inoccupato non pensionato	*58,0*	*73,4*	*62,8*	*65,1*	*59,3*	–	–
Persone in famiglie a basso reddito (5)	14,1	14,1	14,4	14,1	14,1	–	–
Centro Nord	*5,5*	*4,8*	*5,3*	*4,4*	*4,7*	–	–
Mezzogiorno	*29,3*	*30,4*	*30,4*	*31,2*	*30,9*	–	–
Operaio, apprendista, commesso	*17,3*	*16,9*	*19,3*	*19,8*	*21,4*	–	–
Impiegato, quadro, insegnante	*3,7*	*4,0*	*4,0*	*3,9*	*6,0*	–	–
Dirigente	*..*	*..*	*..*	*1,3*	*..*	–	–
Lavoratore autonomo	*18,7*	*15,5*	*12,1*	*12,6*	*11,9*	–	–
Pensionato	*14,9*	*13,8*	*14,3*	*13,5*	*12,7*	–	–
Inoccupato non pensionato	*67,2*	*81,2*	*71,1*	*73,6*	*68,4*	–	–

Fonte: *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, Archivio storico* (Versione 3.0, gennaio 2004). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Redditi familiari complessivi (inclusivi degli affitti imputati sulle abitazioni utilizzate dai proprietari) al netto delle imposte dirette e dei contributi sociali, divisi per il deflatore dei consumi nazionali delle famiglie di contabilità nazionale e resi comparabili con la scala di equivalenza dell'OCSE modificata (la quale attribuisce valore 1 al primo componente adulto, 0,5 a ogni altro componente di età superiore a 13 anni e 0,3 a ogni componente di età uguale o inferiore a 13 anni). Le osservazioni sono pesate per il numero di persone, tranne che nel calcolo delle quote delle famiglie a basso reddito che sono pesate per famiglia. – (2) La condizione occupazionale è quella del capofamiglia, identificato con il maggior percettore di reddito da lavoro o pensione. – (3) L'indice di concentrazione di Gini è compreso tra 0 (perfetta uguaglianza) e 1 (massima disuguaglianza). – (4) Rapporto tra il reddito disponibile equivalente corrispondente al 9° decile più elevato e quello corrispondente al 1° decile più basso. – (5) Quote percentuali. Si definisce "basso reddito" un reddito inferiore al 50 per cento del valore mediano delle distribuzione dei redditi equivalenti disponibili.

Tav. B30

PERSONE IN FAMIGLIE A BASSO REDDITO E SITUAZIONE LAVORATIVA DEI COMPONENTI DELLA FAMIGLIA IN ITALIA

(valori percentuali)

Forme di impiego dei componenti della famiglia (1)	Totale delle persone		Persone in famiglie a basso reddito			
	Quota sul totale		Quota sul totale		Incidenza	
	2000	2002	2000	2002	2000	2002
Esclusivamente impieghi tradizionali	55,4	57,2	38,2	42,9	9,7	10,6
1 occupato	*30,4*	*31,1*	*33,5*	*39,6*	*15,5*	*18,0*
2 o più occupati	*25,0*	*26,1*	*4,7*	*3,3*	*2,6*	*1,8*
Combinazione di impieghi tradizionali e impieghi atipici	13,7	13,9	3,4	5,1	3,5	5,2
Meno di 1/3 del totale in impieghi atipici	8,3	7,6	2,2	3,9	3,7	7,3
1 occupato (2)	….	….	….	….	….	….
2 o più occupati	*7,9*	*7,2*	*2,1*	*3,8*	*3,7*	*7,4*
Oltre 1/3 del totale in impieghi atipici	5,4	6,3	1,2	1,2	3,2	2,7
1 occupato (2)	….	….	….	….	….	….
2 o più occupati	*5,3*	*6,2*	*1,1*	*1,2*	*2,9*	*2,8*
Esclusivamente impieghi atipici	8,5	6,9	23,9	19,0	39,8	38,7
Esclusivamente a tempo determinato	5,2	3,9	19,1	14,6	52,0	53,0
1 occupato	*4,3*	*3,1*	*17,4*	*11,6*	*56,4*	*53,5*
2 o più occupati (2)	….	….	….	….	….	….
Altre combinazioni in impieghi atipici	3,3	3,0	4,8	4,4	20,6	20,5
1 occupato	*2,4*	*2,3*	*3,5*	*4,2*	*20,3*	*25,5*
2 o più occupati (2)	….	….	….	….	….	….
Nessuna occupazione	22,4	22,0	34,5	33,0	21,7	21,1
Nessun reddito da pensione	*1,5*	*1,6*	*10,1*	*10,1*	*93,1*	*90,6*
Presenza di redditi da pensione	*20,9*	*20,4*	*24,4*	*22,8*	*16,5*	*15,8*
Totale	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**14,1**	**14,1**

Fonte: *Indagine sui bilanci delle famiglie italiane*, *Archivio storico* (Versione 3.0, gennaio 2002). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Sono inclusi tra gli impieghi atipici le posizioni lavorative a termine e interinali, i rapporti di collaborazione coordinata e continuativa e le occupazioni a tempo parziale dipendenti e indipendenti (definite come quelle in cui le ore lavorate sono meno di 18 alla settimana). Sono considerati impieghi tradizionali i rimanenti. Le varie forme di impiego sono aggregate, per le persone con più occupazioni e per le famiglie, sulla base delle ore lavorate. – (2) Valori non riportati perché la tipologia familiare comprende meno di 100 osservazioni campionarie.

Considerando la relazione tra condizione lavorativa dei componenti e situazione reddituale di una famiglia, anche nel 2002 si conferma che la probabilità di far parte di una famiglia a basso reddito è maggiore per i componenti dei nuclei in cui il lavoro è interamente prestato in attività atipiche (tav. B30). Dal confronto tra il 2000 e il 2002, emerge tuttavia un aumento del rischio di povertà per le persone che vivono nelle famiglie "mono-reddito tradizionali", ovvero in quelle con un solo occupato in impieghi tradizionali.

I PREZZI E I COSTI

Nel 2003 la dinamica dei prezzi nell'area dell'euro è stata moderata dall'accentuarsi della debolezza della domanda interna e dall'apprezzamento della moneta comune. I prezzi dei beni e dei servizi importati hanno continuato a ridursi, nonostante il rialzo dei corsi in dollari delle materie di base; in questo contesto, le imprese dell'area hanno teso a contenere i margini unitari di profitto.

Nella media dello scorso anno l'inflazione al consumo armonizzata è scesa al 2,1 per cento, dal 2,3 del 2002. L'andamento delle componenti di fondo – misurato dalle variazioni dell'indice al netto degli alimentari freschi e dei prodotti energetici – ha registrato un calo maggiore, dal 2,5 al 2,0 per cento. L'inflazione generata all'interno dell'area, stimata sulla base delle variazioni del deflatore del PIL, è scesa al 2,1 per cento, dal 2,5. La dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto nel complesso dell'area ha segnato una lieve ripresa rispetto al 2002, poco sopra il 2 per cento (fig. B16). Il forte aumento del prezzo del petrolio e delle altre materie di base e i rincari dei tabacchi in diversi paesi dell'area dell'euro hanno frenato nel 2003 il calo dell'inflazione al consumo. In questo contesto non sono emersi rischi deflazionistici, anche in relazione alle migliorate prospettive di crescita del commercio mondiale. Le aspettative d'inflazione sono rimaste attorno al 2 per cento.

In Italia il lieve aumento dell'inflazione, dal 2,6 al 2,8 per cento, è ascrivibile al rialzo delle quotazioni delle materie di base, in particolare del petrolio, solo in parte compensato dalla modesta riduzione dell'inflazione di fondo, scesa lo scorso anno dal 2,8 al 2,7 per cento. La riapertura nel 2003 del differenziale d'inflazione dell'Italia nei confronti degli altri paesi dell'area, a 0,9 punti percentuali, anche al netto delle componenti più erratiche, è ascrivibile al divario di crescita del costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'intera economia, superiore di circa 1,5 punti percentuali nella media del biennio 2002-03 rispetto a quello registrato nei tre anni precedenti. Questo peggioramento della dinamica relativa dei costi interni è imputabile principalmente all'andamento della produttività del lavoro nel nostro paese.

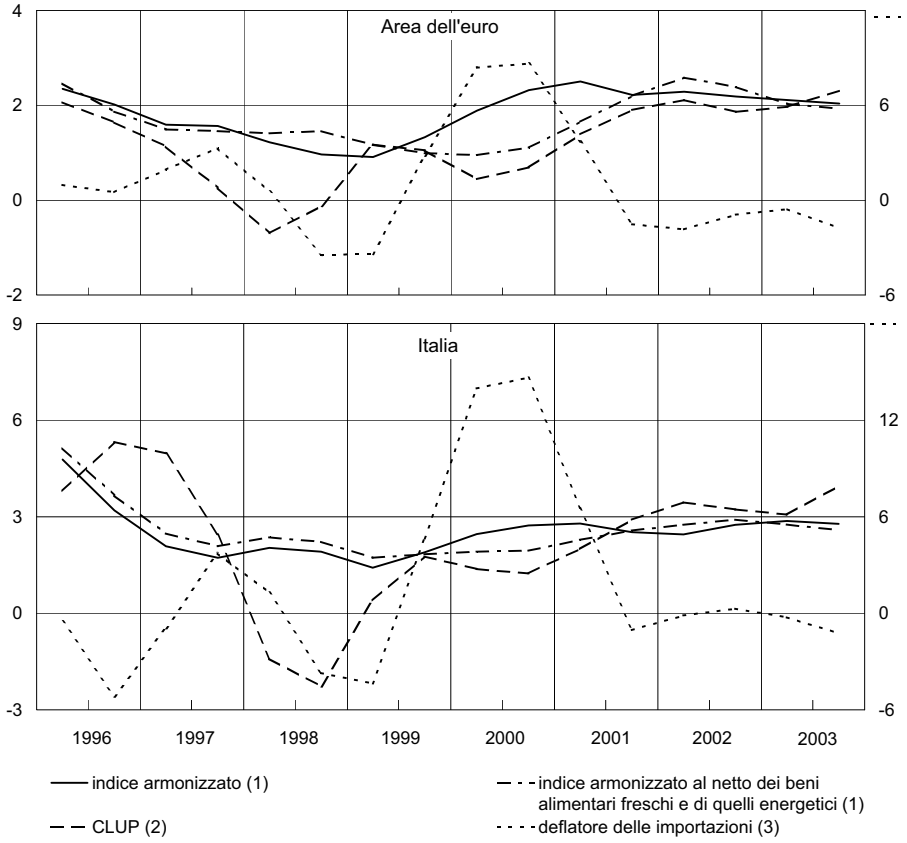
Le moderate tensioni sui prezzi registrate nel corso del 2002 in occasione del cambio di segno monetario, più accentuate in alcuni comparti dei servizi, si sono esaurite nel 2003; nonostante ciò, il forte peggioramento

delle percezioni d'inflazione rilevate dai sondaggi qualitativi condotti presso le famiglie, registrato in concomitanza con l'introduzione della moneta comune, è solo in parte rientrato per il complesso dell'area. In Italia tali percezioni sono rimaste su livelli elevati.

Fig. B16

INDICATORI D'INFLAZIONE NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA

(dati semestrali; variazioni percentuali sul periodo corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. 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. – (2) 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 Italia e Spagna, il CLUP è basato sulle unità standard di lavoro. Scala di sinistra. – (3) Scala di destra.

Secondo le attese degli operatori, l'inflazione al consumo scenderebbe nell'area dell'euro all'1,8 per cento nella media dell'anno in corso, flettendo all'1,6 nel 2005. In Italia registrerebbe una riduzione al 2,2 e al 2,1 per cento nel 2004 e nel 2005, rispettivamente. Le valutazioni dei principali organismi internazionali sono in linea con queste attese; esse tuttavia potrebbero rivelarsi, per l'anno in corso, eccessivamente ottimistiche qualora le recenti tensioni sui mercati internazionali del petrolio non dovessero allentarsi.

I prezzi e i costi nell'area dell'euro

I prezzi al consumo nel 2003. – Nel corso del 2003 il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro, pari al 2,3 per cento nella media del primo trimestre, è sceso successivamente al 2 per cento, anche con riferimento alle componenti di fondo (cfr. tav. aB56).

Tra i maggiori paesi dell'area, nella media del 2003, l'inflazione si è ridotta in Germania e in Spagna, mentre ha subito un lieve aumento in Italia e in Francia (tav. B31). Anche l'inflazione di fondo è scesa nei primi due paesi, mentre in Italia e in Francia si è mantenuta su livelli prossimi a quelli dell'anno precedente (sarebbe diminuita di circa 0,3 punti percentuali in assenza degli eccezionali rincari dei tabacchi).

L'inflazione delle componenti più erratiche, salita nella media del primo trimestre del 2003 al 3,6 per cento per il complesso dell'area (2,3 alla fine del 2002), è scesa nella primavera all'1,5 per cento, subendo una nuova ripresa, sul 2,7 per cento, nella seconda metà dell'anno.

Questa evoluzione, comune ai maggiori paesi dell'area, ha riflesso andamenti contrastanti delle due componenti. I beni energetici sono rincarati del 7,0 per cento sui dodici mesi nella media del primo trimestre, in connessione con l'aumento delle quotazioni del petrolio e delle imposte in alcuni paesi. L'allentamento di queste tensioni dalla primavera si è accompagnato a un'accelerazione dei prezzi degli alimentari freschi, in particolare nel corso dell'estate, in relazione alla eccezionale siccità.

Tav. B31

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

(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

Descrizione	Italia			Germania			Francia			Area dell'euro		
	2002	2003	I trim. 2004	2002	2003	I trim. 2004	2002	2003	I trim. 2004	2002	2003	I trim. 2004
Indice Generale	2,6	2,8	2,3	1,3	1,0	1,0	1,9	2,2	2,0	2,3	2,1	1,7
Inflazione di fondo (1)	2,8	2,7	2,3	1,5	0,9	1,4	2,2	2,2	2,6	2,5	2,0	2,0
Beni alimentari trasformati	2,2	3,4	4,3	2,5	2,4	1,6	3,3	4,7	7,1	3,1	3,3	3,5
Beni non alimentari e non energetici	2,4	1,9	1,5	0,4	–0,4	0,7	0,9	0,6	0,5	1,5	0,8	0,7
Servizi	3,4	3,2	2,4	2,1	1,4	1,9	2,8	2,6	2,8	3,1	2,5	2,6
Beni alimentari freschi ...	4,9	3,9	5,0	–0,1	–1,1	0,1	2,9	2,0	1,0	3,1	2,1	2,2
Beni energetici	–2,6	3,2	–0,9	0,3	4,0	–1,6	–1,5	2,3	–2,6	–0,6	3,0	–1,5

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

L'inflazione di fondo si è attestata sul 2,0 per cento dal secondo trimestre del 2003. Il ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi dei beni alimentari trasformati è salito nell'ultimo trimestre al 3,8 per cento. I prezzi dei servizi hanno invece decelerato gradualmente, frenati dall'esaurirsi dei fattori transitori di tensione che avevano colpito i prezzi in alcuni comparti con l'introduzione della moneta comune; in Italia la decelerazione si è avviata in ritardo, dal secondo trimestre del 2003. Anche i prezzi dei beni non alimentari e non energetici hanno significativamente rallentato nel corso del 2003. Nella media dell'anno l'inflazione di questi prodotti è scesa allo 0,8 per cento (all'1,9 per cento in Italia e allo 0,6 in Francia; in Germania si è addirittura registrata una diminuzione dello 0,4 per cento; tav. B31).

Nel 2003 sono stati talora segnalati rischi di deflazione in Germania. Gli andamenti dei prezzi al consumo in questo paese non si sono discostati tuttavia significativamente da quanto osservato in altre fasi di debolezza congiunturale (0,6 per cento nel 1998 e nel 1999). A contenere la dinamica dei prezzi in Germania all'1,0 per cento nella media del 2003 hanno concorso le forti riduzioni dei prezzi di un numero relativamente basso di prodotti non alimentari e non energetici, il cui peso nell'indice è tuttavia piuttosto elevato; le riduzioni più vistose si sono avute per alcuni beni durevoli a elevato contenuto tecnologico (apparecchi elettronici e informatici) sui cui prezzi agiscono in larga misura fattori di offerta (in particolare il progresso tecnico). Per questi prezzi riduzioni di entità anche superiore si erano già manifestate in passato, ad esempio tra la fine del 2000 e l'inizio del 2001.

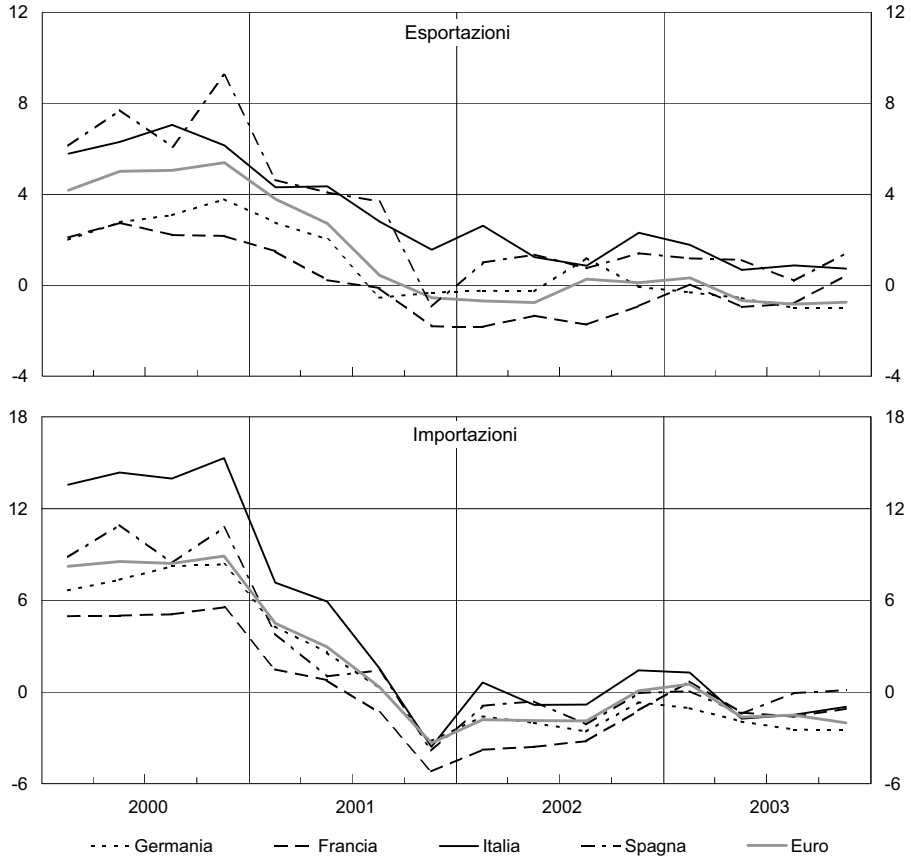
I prezzi alla produzione e all'esportazione. – Nella media del 2003 i prezzi alla produzione nel complesso dell'area dell'euro sono saliti dell'1,6 per cento, contro il lieve calo (–0,1 per cento) registrato nell'anno precedente (cfr. tav. aB60). L'inflazione alla produzione è stata sospinta dall'accelerazione dei prezzi dei beni intermedi, energetici e non (4,1 e 0,8 per cento rispettivamente, contro –2,0 e –0,3 per cento nel 2002). La componente non energetica dei beni intermedi ha gradualmente incorporato l'accelerazione delle quotazioni internazionali delle materie di base nella seconda metà del 2003, in particolare dei metalli, che ha riflesso il consolidarsi della ripresa della domanda mondiale dalla seconda metà dell'anno (cfr. la sezione: L'economia internazionale). I prezzi alla produzione dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo finale hanno continuato a salire a un ritmo contenuto, pari allo 0,6 per cento (contro lo 0,8 del 2002).

Nel corso del 2003 le imprese dell'area dell'euro, in presenza del forte apprezzamento del cambio effettivo nominale della moneta comune (11,4 per cento nella media dell'anno), hanno ridotto lievemente i propri prezzi di vendita dei beni e servizi sui mercati esteri (0,5 per cento nella media dell'anno secondo i dati di contabilità nazionale; fig. B17).

Fig. B17

DEFLATORI DELLE ESPORTAZIONI E DELLE IMPORTAZIONI NELL'AREA DELL'EURO

(variazioni percentuali sul trimestre corrispondente)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

I costi. – Nella media del 2003 il deflatore implicito delle importazioni di beni e servizi nell'area si è ridotto dell'1,2 per cento rispetto all'anno precedente, all'incirca come nel 2002 (fig. B17), in connessione con il forte apprezzamento del cambio effettivo nominale dell'euro che ha moderato le politiche di prezzo degli esportatori esteri e ha contrastato l'impatto dei rialzi dei corsi in dollari delle materie di base. Le quotazioni di quelle non energetiche sono salite, sulla base degli indicatori dell'FMI, del 7,1 per cento; quelle del petrolio hanno subito un aumento anche più sostenuto (oltre il 15 per cento per la qualità Brent), risentendo degli effetti della crisi nell'area medio-orientale (cfr. la sezione: L'economia internazionale).

Con riferimento al complesso dei quattro maggiori paesi dell'area dell'euro, nel 2003 il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) nell'intera economia è cresciuto in media del 2,1 per cento, contro l'1,8 nell'anno

precedente (tav. B32). Il rialzo è ascrivibile soprattutto al lieve aumento nella dinamica del costo del lavoro per dipendente; la produttività del lavoro ha continuato a ristagnare. L'aumento del CLUP è rimasto più accentuato nei servizi rispetto all'industria a causa della flessione della produttività (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

Tav. B32

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	
					Valore aggiunto (2)		Occupati (1)			
	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2003	2003	2002	2003
	Industria in senso stretto (3)									
Germania	1,6	2,6	2,2	3,2	–0,1	0,4	–2,2	–2,7	–0,5	–0,6
Francia	2,5	2,8	1,9	2,3	0,3	0,1	–1,6	–2,2	0,6	0,5
Italia	2,2	3,0	–0,8	–0,6	–0,3	–1,0	0,5	–0,3	3,1	3,7
Spagna	3,6	3,9	0,7	2,4	0,6	1,3	–0,1	–1,1	2,9	1,5
Euro 4 (4)	1,9	2,6	1,1	1,8	0,0	0,1	–1,1	–1,6	0,8	0,8
	Servizi (5) (6)									
Germania	1,7	1,4	0,7	0,7	1,1	0,5	0,5	–0,2	1,0	0,6
Francia	3,1	2,6	0,6	0,4	1,8	1,1	1,2	0,7	2,5	2,2
Italia	2,7	4,0	–0,6	–0,2	1,0	0,6	1,6	0,8	3,3	4,2
di cui: *privati*	*2,2*	*2,7*	*–1,1*	*–1,0*	*1,0*	*0,5*	*2,1*	*1,5*	*3,4*	*3,7*
pubblici	*3,3*	*5,5*	*0,3*	*1,0*	*1,2*	*0,6*	*0,9*	*–0,4*	*3,0*	*4,4*
Spagna	3,8	4,4	–0,8	–0,5	1,6	2,2	2,4	2,8	4,6	4,9
Euro 4 (4)	2,3	2,4	0,0	0,0	1,3	0,8	1,4	0,8	2,3	2,4
	Totale economia									
Germania	1,5	1,6	1,1	1,3	0,4	0,2	–0,6	–1,1	0,5	0,3
Francia	2,7	2,7	0,8	0,3	1,5	0,5	0,7	0,2	1,9	2,4
Italia	2,5	3,8	–0,6	–0,4	0,6	0,1	1,3	0,4	3,2	4,2
Spagna	3,9	4,2	0,1	0,2	1,6	2,1	1,5	1,8	3,8	4,0
Euro 4 (4)	2,1	2,4	0,3	0,3	0,9	0,5	0,6	0,2	1,8	2,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Per Italia e Spagna, unità standard di lavoro. – (2) A prezzi di base del 1995. – (3) Rispetto al settore "Attività manifatturiere" sono incluse anche le branche relative all'estrazione di minerali e alla 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 (SEC95): "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.

I primi mesi del 2004. – Dallo scorso gennaio l'inflazione al consumo nel complesso dell'area dell'euro è scesa sotto il 2 per cento, risalendo in aprile (2,0 per cento). Alla flessione hanno contribuito in particolare il calo del ritmo di crescita sui dodici mesi dei prezzi degli alimentari freschi, al 2,2 per cento nella media del primo trimestre, dal 3,6 dell'ultimo del 2003, e la riduzione dei prezzi dei prodotti energetici, pari all'1,5 per cento contro un

loro aumento dell'1,6 registrato nella parte finale dello scorso anno. L'inflazione di fondo è invece lievemente risalita nel corso del primo trimestre, dall'1,9 per cento registrato in gennaio al 2,1 di marzo, sospinta dalla forte accelerazione dei prezzi degli alimentari trasformati (dal 3,3 al 4,1 per cento) riconducibile per intero ai rincari dei tabacchi in diversi paesi dell'area.

L'indice generale dei prezzi alla produzione è risultato in lieve aumento in marzo rispetto a dodici mesi prima (0,4 per cento); la componente relativa ai beni non alimentari e non energetici destinati al consumo finale si è ridotta di circa l'1 per cento. I prezzi dei prodotti intermedi non energetici, che risentono più prontamente dell'andamento dei corsi internazionali delle relative materie di base, hanno proseguito l'accelerazione iniziata l'estate scorsa, salendo in marzo dell'1,4 per cento.

I prezzi praticati a tutti gli stadi di commercializzazione dei beni potrebbero risentire nel breve termine delle forti tensioni sui mercati internazionali del petrolio, in connessione con i recenti sviluppi nell'area mediorientale (cfr. la sezione: L'economia internazionale); il prezzo del greggio (qualità Brent) è salito nelle prime settimane di maggio a oltre 38 dollari al barile, da circa 34 nella media di aprile.

I sondaggi congiunturali armonizzati condotti presso le imprese industriali segnalano dalla metà dello scorso anno un graduale aumento delle intenzioni di variazione dei prezzi nel breve termine, in connessione con la ripresa dei costi degli input e con le migliorate prospettive della produzione.

La dispersione dei tassi di inflazione e i livelli dei prezzi. – Nella media del 2003 la dispersione dei tassi di inflazione tra i paesi dell'area dell'euro – misurata dallo scarto quadratico medio non ponderato – è stata pari a un punto percentuale, in leggera riduzione rispetto all'anno precedente dopo i continui, lievi aumenti registrati dal 1998 (fig. B18).

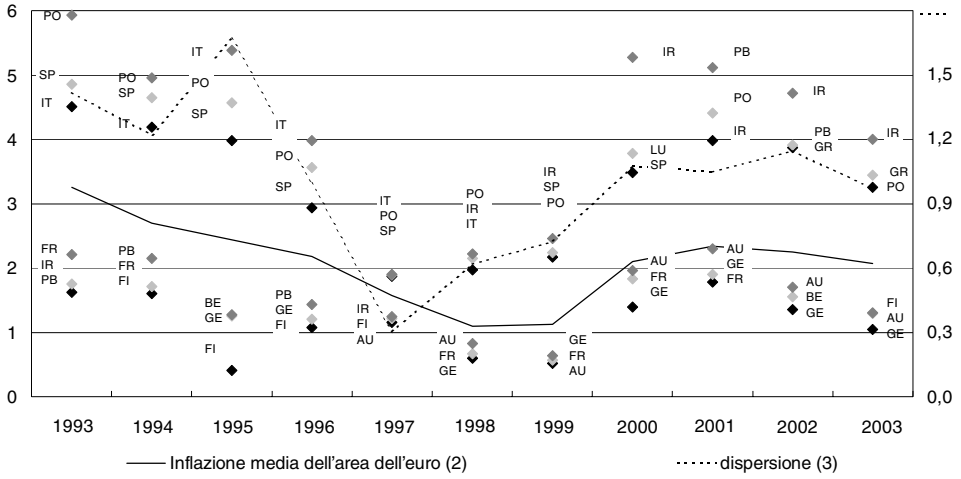
Con riferimento al complesso degli anni dal 1998 al 2003, l'inflazione al consumo è stata sistematicamente inferiore alla media in Germania, Francia, Belgio, Austria, Finlandia e Lussemburgo, e superiore nei rimanenti paesi, inclusa l'Italia, sebbene nel periodo considerato il nostro paese abbia registrato una crescita economica assai debole, superiore solo a quella della Germania. La scomposizione della dinamica del deflatore della domanda finale, il cui andamento è stato in linea con quello dell'indice dei prezzi al consumo, nelle componenti della domanda di importazioni, dei redditi, della produttività e dei margini di profitto, indica che tra il 1998 e il 2003, a fronte del divario nella crescita dei prezzi che si è registrato tra i paesi dell'area, se ne è accumulato uno analogo nell'andamento del CLUP (fig. B19); per contro, le differenze nella dinamica della componente importata e dei margini di profitto sono risultate assai più ridotte.

Le informazioni disponibili suggeriscono che dall'introduzione della moneta unica all'aumento delle dispersione dei tassi di inflazione tra i

Fig. B18

DISPERSIONE DELL'INFLAZIONE AL CONSUMO TRA I PAESI DELL'AREA DELL'EURO

(variazioni percentuali sull'anno precedente e punti percentuali) (1)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

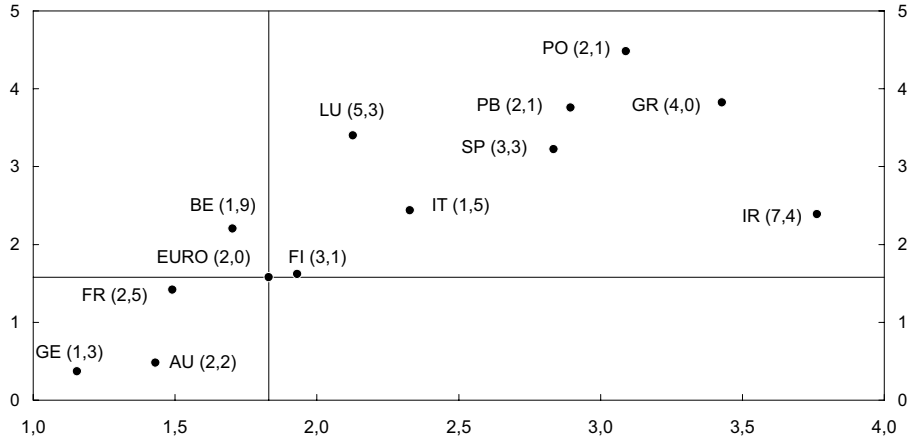
(1) I dati nel grafico escludono la Grecia fino a dicembre 2000. – (2) Si riportano anche per ciascun anno i 3 paesi con la dinamica dei prezzi più elevata e i 3 con quella più bassa. Scala di sinistra. – (3) Scarto quadratico medio non ponderato, in punti percentuali, tra i tassi d'inflazione dei paesi dell'area. Scala di destra.

paesi dell'area si sarebbe accompagnata una convergenza solo limitata dei livelli dei prezzi. La convergenza dei livelli sarebbe stata invece assai ampia tra il 1995 e il 1999.

Fig. B19

PREZZI AL CONSUMO E COSTO DEL LAVORO PER UNITÀ DI PRODOTTO NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO (1)

(valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat e OCSE.

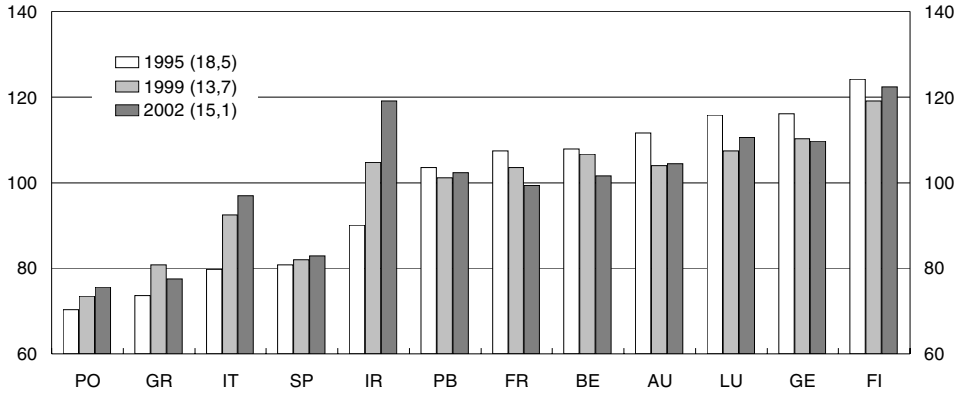
(1) Sull'asse verticale è riportata la media delle variazioni annuali 1998-2003 dell'inflazione al consumo e sull'asse orizzontale la media delle variazioni annuali 1998-2003 del CLUP per l'intera economia. In parentesi è riportata la media delle variazioni annuali 1998-2003 (1998-2002 per il Lussemburgo) del PIL a prezzi a costanti.

L'indagine coordinata dall'Eurostat sulle parità dei poteri d'acquisto (PPA) costituisce l'unica fonte ufficiale per confrontare i livelli dei prezzi nei paesi della UE (cfr. il riquadro: *La comparazione internazionale dei livelli dei prezzi e del PIL pro capite*, in *Bollettino economico* n. 38, 2002). Da questi indicatori si desume che il processo di riduzione delle disparità nei livelli dei prezzi è stato più intenso nella seconda metà degli anni novanta che non dopo l'adozione della moneta comune. La dispersione dei livelli dei prezzi, misurata dalla scarto quadratico medio della PPA di ciascun paese dalla media dell'area posta pari a 100, è scesa da 18,5 nel 1995 a 13,7 nel 1999, per risalire leggermente a 15,1 nel 2002, cui si riferiscono gli ultimi dati diffusi dall'Eurostat (fig. B20). Un andamento analogo si è registrato per le singole componenti (servizi, prodotti energetici, alimentari freschi, altri beni).

Fig. B20

LIVELLI DEI PREZZI AL CONSUMO ALLE PARITÀ DEI POTERI D'ACQUISTO NELL'AREA DELL'EURO (1)

(indici: media dell'area = 100)



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.

(1) Le PPA sono calcolate con riferimento ai consumi finali interni dei paesi dell'area (cfr. il riquadro: *La comparazione internazionale dei livelli dei prezzi e del PIL pro capite*, in *Bollettino economico* n.38, 2002). In parentesi si riporta lo scarto quadratico medio di ciascun paese dalla media dell'area posta pari a 100.

Le aspettative di inflazione. – Secondo le attese degli operatori professionali rilevate lo scorso maggio nel sondaggio condotto da *Consensus Forecasts,* nella media di quest'anno l'inflazione si collocherebbe all'1,8 per cento nel complesso dell'area dell'euro, per flettere all'1,6 nel 2005 (tav. B33). L'Italia continuerebbe a registrare una dinamica dei prezzi al consumo più elevata di circa mezzo punto percentuale, pari al 2,2 per cento nell'anno in corso e al 2,1 nella media del 2005. Queste previsioni, tuttavia, scontano un allentamento delle tensioni sui mercati internazionali del petrolio registrate nelle scorse settimane.

Le imprese italiane dell'industria e dei servizi censite nel sondaggio trimestrale Banca d'Italia-Sole 24 Ore dello scorso marzo hanno ulteriormente rivisto al ribasso le aspettative d'inflazione nei successivi dodici mesi per l'Italia, al 2,4 per cento dal 2,7 della rilevazione di dicembre, e per la media dell'area, al 2,1 per cento dal 2,2. Tuttavia la variazione attesa dei propri prezzi dichiarata dalle imprese per i successivi dodici mesi risulta in forte crescita, all'1,7 per cento dall'1,1 del sondaggio precedente. Nei giudizi espressi dalle imprese questo aumento è ascrivibile ai rincari delle materie di base, mentre la componente interna dei costi continua a fornire all'inflazione un contributo giudicato "modesto".

Tav. B33

ASPETTATIVE D'INFLAZIONE PER IL 2004 E IL 2005 NELL'AREA DELL'EURO RACCOLTE DA *CONSENSUS FORECASTS*

(variazioni percentuali sull'anno precedente)

Paesi	Previsioni per il 2004 formulate nel periodo indicato				Previsioni per il 2005 formulate nel periodo indicato	
	gennaio 2003	giugno 2003	ottobre 2003	maggio 2004	gennaio 2004	maggio 2004
Italia	2,0	2,0	2,1	2,2	2,1	2,1
Francia	1,6	1,5	1,6	1,9	1,7	1,6
Germania	1,4	1,0	1,0	1,3	1,2	1,2
Spagna	2,7	2,7	2,7	2,5	2,6	2,5
Area dell'euro	1,7	1,5	1,5	1,8	1,7	1,6

Fonte: *Consensus Forecasts*

Sugli orizzonti più distanti le attese d'inflazione degli operatori professionali si mantengono per l'area dell'euro in linea con l'obiettivo di crescita di medio periodo dei prezzi indicato lo scorso maggio dall'Eurosistema; in aprile esse si collocavano sull'1,9 per cento dal 2006; le aspettative desumibili dai mercati finanziari si collocano su un valore di poco superiore.

I prezzi e i costi in Italia

I prezzi. – Nella media del 2003 l'inflazione al consumo in Italia è salita di 0,2 punti percentuali rispetto all'anno precedente, al 2,8 per cento sulla base dell'indice armonizzato e al 2,7 per cento se misurata con quello per l'intera collettività nazionale. Nel corso dell'anno il ritmo di crescita sui dodici mesi di quest'ultimo indicatore è rimasto sul 2,7-2,8 per cento nei primi tre mesi, per scendere al 2,5 negli ultimi mesi dell'anno (fig. B21).

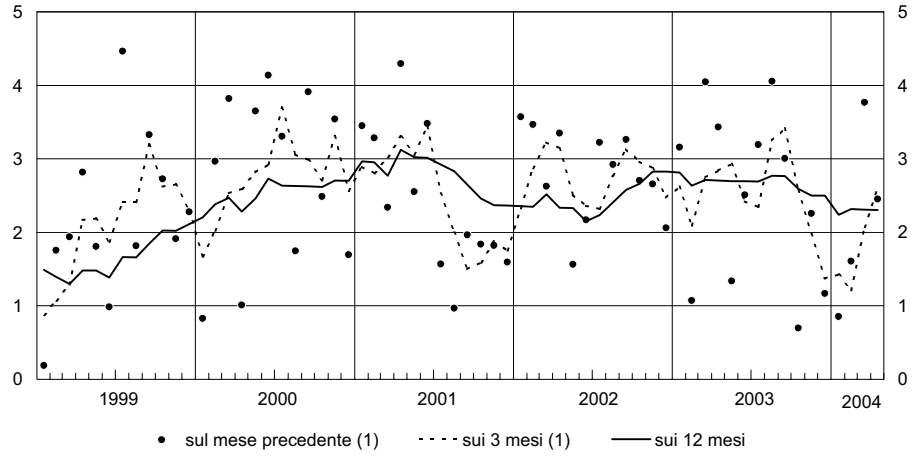
Nel 2003 i prezzi dei beni e dei servizi regolamentati, al netto degli affitti, hanno fortemente accelerato (2,1 per cento nella media dell'anno, contro

lo 0,3 del 2002), sospinti dai rincari della componente energetica (4,1 per cento, da –3,4; cfr. tav. aB54). Se si escludono queste voci e le componenti più volatili dell'indice (i prodotti alimentari e quelli energetici), l'inflazione al consumo nella media del 2003 è scesa dal 3,0 al 2,7 per cento. Vi hanno concorso la moderata decelerazione dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici, dal 2,2 all'1,9 per cento, e l'allentamento delle tensioni sui prezzi dei servizi, passati dal 3,9 al 3,5 per cento. Anche nel 2003, tuttavia, la dinamica di quest'ultima componente dell'indice è stata sospinta dai rincari di alcune voci specifiche, soprattutto i servizi di ristorazione (ristoranti, pizzerie e bar), quelli associati alle riparazioni e manutenzioni e i servizi finanziari.

Fig. B21

ITALIA: INDICE DEI PREZZI AL CONSUMO PER L'INTERA COLLETTIVITÀ NAZIONALE

(variazioni percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Al netto della stagionalità e in ragione d'anno.

Il calo dell'inflazione al consumo è proseguito nei primi mesi di quest'anno; il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice per l'intera collettività nazionale si è attestato al 2,3 per cento fino ad aprile. La flessione all'inizio dell'anno è ascrivibile a quella delle componenti non regolamentate; in particolare si è accentuato il calo dei prezzi dei prodotti energetici (–2,4 per cento nel primo trimestre rispetto allo stesso periodo del 2003). L'inflazione dei beni non alimentari e non energetici è scesa, nel primo trimestre di quest'anno, all'1,1 per cento dall'1,5 nel trimestre precedente; per contro, quella dei servizi è rimasta pressoché stazionaria (3,2 per cento, dal 3,3).

La componente regolamentata dei prezzi al consumo, che nel corso del 2003 aveva registrato incrementi inferiori a quelli medi, è bruscamente salita al 2,9 per cento in marzo, sospinta soprattutto dai forti rincari dei tabacchi.

Nel 2003 i prezzi alla produzione dei prodotti industriali sono aumentati in media dell'1,6 per cento; erano rimasti quasi stazionari l'anno precedente (cfr. tav. aB59). Il rialzo è dovuto alla forte accelerazione della componente energetica (2,5 per cento, contro –4,0 nel 2002). All'inizio di quest'anno il ritmo di crescita sui dodici mesi dell'indice generale è sceso fino allo 0,1 per cento, risalendo allo 0,7 in marzo, per effetto dell'accelerazione delle quotazioni delle materie di base; tra le componenti dell'indice, i prezzi dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo finale sono rimasti stabili.

Nel 2003 i valori medi unitari dei manufatti esportati dalle imprese italiane sono saliti in media dello 0,8 per cento (cfr. tav. aB61). I prezzi di quelli esportati verso i paesi della UE hanno subito un incremento dell'1,3 per cento, in linea con i rincari praticati dai produttori nazionali su quei mercati. Sui mercati extra UE i nostri produttori, nell'intento di compensare almeno in parte gli effetti del forte apprezzamento del cambio dell'euro sulle proprie quote di mercato, hanno aumentato i prezzi di vendita in misura nettamente inferiore (0,4 per cento).

I costi e i margini. – Nel 2003 per il secondo anno consecutivo i margini di profitto unitari si sono ridotti nei principali comparti. Sulla base dei prezzi input-output elaborati dall'Istat nell'ambito dei conti nazionali, nel settore della trasformazione industriale i costi unitari variabili sono aumentati del 2,3 per cento (2,0 nel 2002), a fronte di un aumento dell'1,4 per cento dei prezzi dell'output (tav. B34). In presenza di una sostanziale stabilità della componente importata dei costi delle imprese industriali, quelli relativi agli input di lavoro hanno continuato a registrare aumenti pari a circa il 4 per cento nella media dell'anno.

Nel comparto dei servizi privati la contrazione dei margini di profitto è rimasta più contenuta. I costi unitari variabili in questo settore hanno subito un aumento del 3,1 per cento, contro il 2,6 del 2002, risentendo della elevata incidenza degli input di lavoro, fortemente rincarati, dal 2,6 al 3,7 per cento; l'aumento dei prezzi dell'output (2,7 per cento) l'ha parzialmente compensato.

Il differenziale d'inflazione dell'Italia. – Il divario di crescita dell'indice generale dei prezzi al consumo armonizzato tra il nostro paese e il resto dell'area, che si era ridotto a meno di mezzo punto percentuale nel biennio 2001-02, è risalito a 0,9 punti lo scorso anno. Sia le componenti più erratiche sia quelle di fondo hanno registrato in Italia una dinamica più sostenuta che nel resto dell'area, di 1,2 e 0,9 punti, rispettivamente, contro 0,4 punti dell'anno precedente.

Tav. B34

COSTI UNITARI VARIABILI E PREZZO DELL'OUTPUT IN ITALIA (1)
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

Componenti	Trasformazione Industriale			Servizi al netto dell'Amministrazione pubblica		
	Pesi % nel 1995	2002	2003	Pesi % nel 1995	2002	2003
Costi unitari variabili	100,0	2,0	2,3	100,0	2,6	3,1
Costi degli input di lavoro	35,9	4,0	4,1	73,6	2,6	3,7
Costi degli altri input	64,1	0,9	1,2	26,4	2,5	1,8
Interni	38,3	1,7	2,2	19,9	2,8	3,3
Importati	25,8	0,1	0,1	6,5	1,9	-2,4
Prezzo dell'output	100,0	1,3	1,4	100,0	2,2	2,7
Interno	58,3	1,1	2,2	91,3	2,1	2,7
Estero	41,7	1,6	0,4	8,7	3,5	1,9

Fonte: Istat
(1) Indicatori calcolati al netto delle transazioni intrasettoriali.

Tra le componenti di fondo nella media dello scorso anno la crescita dei prezzi dei beni non alimentari e non energetici è stata superiore in Italia di 1,4 punti percentuali rispetto al resto dell'area. Su questo ultimo differenziale ha inciso la dinamica nettamente più sostenuta in Italia del CLUP nel settore dell'industria in senso stretto, che ha registrato nella media del biennio 2002-03 un divario di oltre tre punti percentuali rispetto a quella media degli altri tre maggiori paesi dell'area, in gran parte per effetto dell'andamento sfavorevole della produttività. Nella media del 2003 nel comparto dei servizi la crescita dei prezzi in Italia è stata superiore a quella media degli altri paesi dell'area di 0,8 punti percentuali contro 0,3 punti nell'anno precedente, a fronte di un divario nella dinamica dei costi interni di circa due punti, in ripresa rispetto al 2002.

Le politiche di prezzo in Italia. – Nell'ambito di un progetto di ricerca promosso dall'Eurosistema denominato *Inflation persistence network*, che sta studiando la persistenza dell'inflazione nei paesi dell'area dell'euro, sono state realizzate dal Servizio Studi alcune indagini empiriche che forniscono indicazioni sulle politiche di prezzo delle imprese italiane.

La prima si avvale dei risultati di un sondaggio qualitativo condotto all'inizio del 2003 presso un campione di oltre 300 imprese private dell'industria e dei servizi con più di 50 addetti. Il questionario ha riguardato le modalità di fissazione e di revisione dei prezzi.

*La maggioranza delle nostre imprese stabilisce i prezzi di vendita applicando un margine (*mark-up*), fisso o variabile, ai costi di produzione. La pressione competitiva influenza fortemente le strategie di prezzo, in particolare nelle imprese industriali. La minore rilevanza di questo fattore nel comparto dei servizi appare connessa con l'importanza dei mercati locali per le imprese di questo settore e con l'applicazione di prezzi di vendita che, soprattutto nel commercio, sono spesso stabiliti direttamente dai produttori. Il prezzo fissato dalle imprese è influenzato anche dalle caratteristiche specifiche degli acquirenti; in particolare si riscontrano politiche di prezzo differenziate a seconda dei clienti e delle quantità vendute.*

Nel 2001 e nel 2002 la frequenza mediana di aggiustamento del prezzo di vendita è stata di una volta l'anno, in linea con quanto riscontrato in analisi simili disponibili per altri paesi. In generale l'intensità di aggiustamento dei prezzi in risposta a shock di domanda o di costo è in parte legata a fattori quali il grado di concorrenzialità del mercato e l'entità dei costi sostenuti dai clienti per la ricerca delle opportunità migliori offerte dal mercato (i cosiddetti *search costs*).

*Per l'Italia i principali fattori specifici che ostacolano un aggiustamento più frequente dei prezzi sono: l'esistenza di contratti espliciti con gli acquirenti; la resistenza da parte della singola impresa a variare i propri prezzi nel timore di innescare la reazione dei concorrenti; la natura percepita come temporanea dello shock. Per contro, le imprese,con l'eccezione di quelle del commercio, non ritengono che i costi di aggiustamento (*menu costs*) dei listini siano un fattore particolarmente rilevante nel prevenire un più frequente aggiustamento dei loro prezzi di vendita.*

I prezzi fissati dalle imprese reagiscono in maniera asimmetrica agli shock. Le variazioni positive dei costi hanno un impatto maggiore di quelle negative; gli aumenti della domanda inducono reazioni dei prezzi più ampie di quelle scaturite da diminuzioni.

La seconda indagine, basata su un sottoinsieme di quotazioni elementari rilevate mensilmente dall'Istat ai fini del calcolo dell'indice nazionale dei prezzi al consumo, riguarda solo la frequenza con la quale vengono modificati tali prezzi.

Sono state analizzate circa 750.000 quotazioni elementari riferite a 50 prodotti di largo consumo inclusi nel paniere dell'indice NIC (escludendo *a priori* le voci a prezzo regolamentato), nei mesi dal gennaio 1996 al dicembre 2003. Con riferimento a questo sottoinsieme, i prezzi rimangono invariati in media per circa nove mesi, una durata solo di poco inferiore a quella indicata dalle imprese intervistate nel sondaggio qualitativo. Riguardo alle principali componenti del paniere dei prezzi al consumo, si riscontra tuttavia una forte eterogeneità dei risultati: a un estremo si trovano i prezzi dei beni energetici e degli alimentari freschi, che tendono a cambiare con

frequenza mensile; all'altro, si collocano quelli dei servizi e dei beni non alimentari e non energetici, che rimangono immutati per oltre un anno. La frequenza dei cambiamenti dei prezzi è diversa anche a seconda del canale distributivo; in particolare risulta più elevata nella grande distribuzione.

L'inflazione percepita dalle famiglie

Nel corso del 2003 la percezione dei consumatori circa la dinamica dei prezzi al consumo, misurata dai sondaggi congiunturali condotti presso le famiglie e coordinati dalla Commissione europea, è gradualmente ridiscesa dai picchi di fine 2002 nel complesso dell'area dell'euro; essa è invece rimasta in Italia elevata, come nell'anno precedente (fig. B22) soltanto dall'inizio del 2004 si è registrata una flessione anche nel nostro paese. L'impennata delle percezioni di aumento ha coinciso con l'introduzione dell'euro, sebbene le valutazioni degli istituti di statistica e delle banche centrali abbiano stimato un impatto sui prezzi nel complesso modesto.

Per il nostro paese una recente analisi indica che l'inflazione registrata nel settore della ristorazione, ritenuto fra i più colpiti dagli effetti d'impatto dell'introduzione della moneta comune, presenta andamenti diversi dal passato soprattutto per quanto riguarda il numero di locali che hanno deciso di adeguare il proprio listino. L'analisi riguarda i prezzi praticati da circa 2.500 aziende di ristorazione ubicate sull'intero territorio nazionale nel periodo 1998-2003 e rilevati da una nota guida italiana. Diversamente dalle rilevazioni condotte dall'Istat le informazioni utilizzate non sono rappresentative degli andamenti medi dell'intero settore, in quanto si riferiscono prevalentemente a ristoranti appartenenti a una fascia elevata. L'analisi conferma che l'aumento medio dei prezzi compresi nel campione è stato cospicuo nel 2002 (circa il 10 per cento sull'anno precedente), ma inferiore agli incrementi del 2001 e dello stesso ordine di quelli del 2000. Nel 2002 il numero di rincari di entità elevata (superiori al 50 per cento) è stato trascurabile (17 locali su circa 2.500) e meno frequente rispetto ai due anni precedenti. L'aumento medio registrato nel 2002 non discende da incrementi superiori a quelli osservati in passato da parte di chi ha rivisto i prezzi, ma dal fatto che un maggior numero di locali ha deciso di adeguare il proprio listino in quel periodo in corrispondenza del changeover*, anticipando incrementi che sarebbero stati comunque attuati successivamente. Nel biennio 2002-03 gli aumenti dei prezzi sono stati maggiori nelle province dove minore è il grado di concorrenza su questo particolare mercato, approssimato dal numero di locali per abitante.*

All'origine del divario che si è aperto tra l'inflazione misurata dall'Istat e quella percepita dai consumatori non vi è un'unica causa.

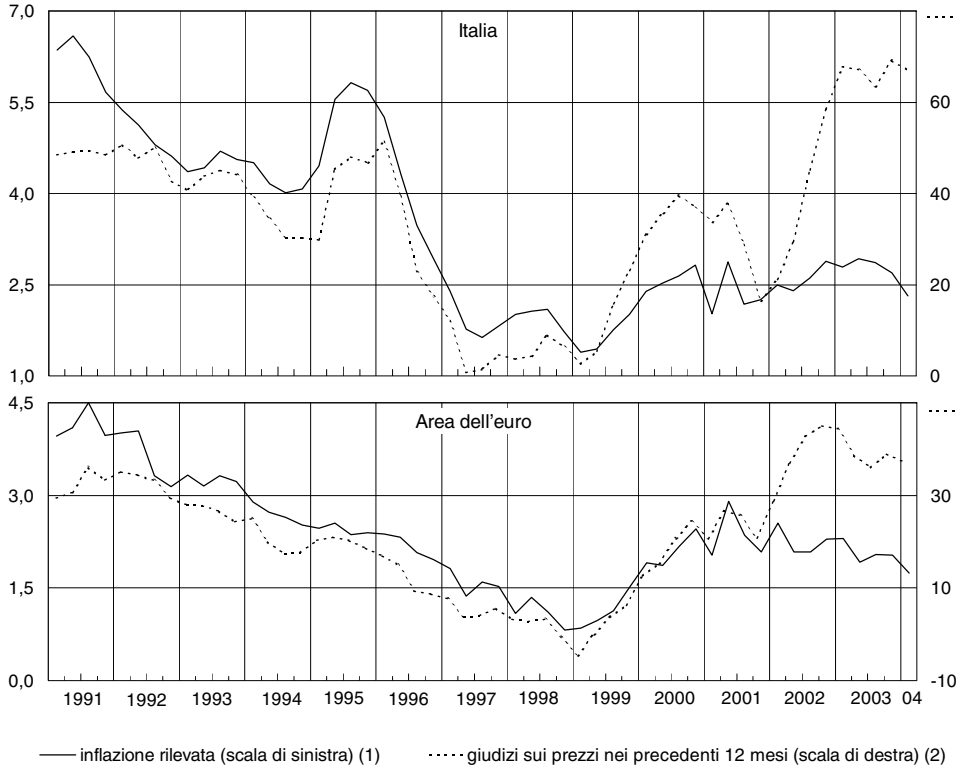
In primo luogo, in concomitanza con il *changeover* e nel periodo successivo la quota dei prezzi che sono stati variati verso l'alto o verso il basso è aumentata; i produttori potrebbero aver deciso di concentrare nel tempo l'adeguamento consueto dei prezzi, dovendo comunque modificare i listini

per esprimerli nella nuova moneta. Se la percezione dei consumatori riflette in maniera asimmetrica l'effettivo impatto di ciascuna variazione sulla spesa complessiva, venendo influenzata più dagli aumenti che dalle diminuzioni dei prezzi, anche se di ammontare equivalente, ne consegue, a parità di inflazione media, un incremento di quella percepita. L'impatto di questo fattore è accentuato dai forti rincari, superiori a quelli medi, registrati nell'ultimo biennio dai beni e servizi acquistati più di frequente (prodotti alimentari, tabacchi, carburanti e alcuni servizi, tra cui in particolare trasporti, servizi postali e bancari, ristoranti e pubblici esercizi). Nella formazione della percezione d'inflazione delle famiglie tali voci rivestono con tutta probabilità un peso assai più elevato della loro effettiva incidenza nel paniere dell'indice dei prezzi al consumo, basata sulla struttura dei consumi medi del complesso della popolazione nell'intero periodo di rilevazione (influenzato significativamente dal consumo di beni e servizi caratterizzati da un costo unitario più elevato e da una minore frequenza di acquisto, quali per esempio i beni durevoli).

Fig. B22

SONDAGGIO QUALITATIVO SULLA DINAMICA DEI PREZZI E INFLAZIONE RILEVATA

(dati trimestrali)



Fonte: elaborazioni su dati della Commissione europea ed Eurostat.
(1) Scala di sinistra. Indice armonizzato dei prezzi al consumo: variazioni percentuali sui 12 mesi. – (2) Scala di destra. Saldi percentuali fra le risposte positive ("in maggior aumento", "stesso aumento") e negative ("stabili", "in diminuzione") fornite dai consumatori circa la crescita dei prezzi al consumo nei precedenti 12 mesi.

In secondo luogo, sulla base di analisi statistiche non si può escludere che negli ultimi tempi anche il meccanismo di reciproca influenza tra la percezione individuale e l'attenzione al fenomeno da parte dei mezzi di informazione sia stato più rilevante che in passato. Nel periodo successivo all'introduzione della moneta comune, in particolare dall'estate del 2002, gli organi di informazione nel nostro paese hanno dedicato un'attenzione eccezionale all'andamento dei prezzi, nonostante la sostanziale stabilità dell'inflazione rilevata dall'Istat. In particolare nell'ultimo biennio si riscontra una coincidenza tra alcuni bruschi aumenti dei giudizi delle famiglie sulla dinamica dei prezzi e il numero di articoli strettamente connessi con il dibattito sull'inflazione pubblicati dai giornali considerati. Ciò contrasta con quanto osservato in precedenti fasi di peggioramento delle percezioni d'inflazione (1995-96 e 1999-2000), quando, nonostante una non meno significativa ripresa dei prezzi al consumo rilevata dall'Istat, l'attenzione dei mezzi di informazione non aveva raggiunto l'intensità del periodo più recente.

Non emergono infine per il biennio 2002-2003 differenze elevate nell'effettivo aumento dei prezzi dei panieri di beni e servizi relativi a famiglie con livelli di spesa diversi; la percezione di una più forte inflazione da parte delle categorie meno abbienti potrebbe riflettere un'effettiva maggiore perdita di potere d'acquisto dovuta ad altre cause, tra le quali soprattutto l'evoluzione dei redditi, in termini assoluti e relativi (cfr. il capitolo: *Il mercato del lavoro*).

LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO

L'area dell'euro

Nel 2003 la bilancia dei pagamenti di parte corrente dell'area dell'euro ha registrato un avanzo di 26,1 miliardi, circa la metà di quello del 2002 (54,5 miliardi); in percentuale del PIL, il surplus è sceso dallo 0,8 allo 0,4 per cento (tav. B35). Il peggioramento riflette la diminuzione dell'attivo commerciale (da 133,6 a 107,7 miliardi). L'apprezzamento dell'euro in termini effettivi ha influito negativamente sulla competitività di prezzo delle esportazioni, che sono state sostenute dalla ripresa della domanda mondiale solamente nella seconda parte dell'anno; dal lato delle importazioni, l'apprezzamento della valuta comune ha favorito una riduzione dei prezzi in euro all'importazione, in parte compensata dai rincari all'origine delle materie prime, quotate in dollari. I trasferimenti hanno registrato un aumento del disavanzo (da 48,1 a 55,8 miliardi), compensato dal miglioramento del surplus dei servizi (da 13,1 a 17,3 miliardi) e dalla modesta diminuzione del deficit dei redditi (da 44,1 a 43,2 miliardi).

Tav. B35

BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'AREA DELL'EURO

(saldi in miliardi di euro)

Voci	2001	2002	2003
Conto corrente	**–16,7**	**54,5**	**26,1**
Merci	73,7	133,6	107,7
Servizi	–0,4	13,1	17,3
Redditi	–38,6	–44,1	–43,2
Trasferimenti unilaterali	–51,4	–48,1	–55,8
Conto capitale	**6,6**	**11,0**	**13,3**
Conto finanziario	**–34,2**	**–65,8**	**–43,4**
Investimenti diretti	–112,4	–4,7	–9,9
Investimenti di portafoglio	67,9	114,6	25,3
Derivati	–0,9	–10,8	–13,7
Altri investimenti	–6,6	–162,7	–75,0
di cui: *Banche* (1)	*3,3*	*–138,2*	*–19,2*
Variazione riserve ufficiali (2)	17,8	–2,3	29,8
Errori e omissioni	**44,3**	**0,4**	**4,1**

Fonte: BCE.
(1) IFM, escluso l'Eurosistema. – (2) Il segno – indica un aumento di riserve.

L'avanzo del conto capitale è stato di 13,3 miliardi, in lieve aumento rispetto al 2002. L'avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale è sceso allo 0,5 per cento del PIL, dallo 0,9 nel 2002.

Al minore avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale hanno corrisposto, nel conto finanziario, minori uscite nette rispetto al 2002 (43,4 miliardi di euro, contro 65,8). A una diminuzione delle riserve, pari a 29,8 miliardi (erano aumentate di 2,3 miliardi nel 2002), si è contrapposto l'aumento, di circa 10 miliardi, delle uscite nette nel complesso delle altre voci del conto finanziario. La forte diminuzione dei deflussi per "altri investimenti" (da 162,7 a 75,0 miliardi) ha solo parzialmente compensato il calo delle entrate nette per l'insieme degli investimenti diretti, di portafoglio e derivati (da 99,1 a 1,7 miliardi), dovuto principalmente alla ripresa degli investimenti di portafoglio all'estero dei residenti dell'area.

Gli errori e omissioni sono stati contenuti, pari a 4,1 miliardi. Anche per i dati relativi al 2003, come per il 2002, è stata apportata una correzione in aumento alle passività dell'Eurosistema per tenere conto della crescita stimata della detenzione di euro da parte dell'estero.

Nel 2003 solo in Germania il saldo del conto corrente è lievemente migliorato, passando da 45,7 a 46,8 miliardi. In Francia l'avanzo si è ridotto di oltre 10 miliardi (da 15,4 a 4,8); in Spagna il disavanzo è salito di circa 4 miliardi (da 16,9 a 20,8). In tutti e tre i paesi il saldo delle merci è peggiorato; risultati diversi si sono avuti nelle altre voci. In Germania il miglioramento dell'attivo di conto corrente è conseguito da una riduzione nei disavanzi nei servizi e nei redditi; in Francia la diminuzione dell'attivo nei servizi è stata la seconda principale fonte di peggioramento del conto corrente, parzialmente compensata da un aumento dell'avanzo nei redditi; in Spagna l'attivo nei trasferimenti si è pressoché annullato.

In Germania le uscite nette nel conto finanziario sono scese da 66,7 a 54,6 miliardi: vi sono stati minori afflussi netti per investimenti diretti, di portafoglio e derivati (da 72,2 a 67,6 miliardi) e minori deflussi netti per "altri investimenti" (da –140,9 a –122,6 miliardi). In Francia, le uscite nette sono scese da 20,6 a 2,4 miliardi: la crescita dei deflussi netti per investimenti diretti, di portafoglio e derivati (da 15,2 a 24,4 miliardi) è stata pressoché compensata dagli afflussi netti per "altri investimenti". In Spagna, sebbene le entrate nette siano aumentate di poco (da 14,8 a 17,6 miliardi) vi è stato un forte aumento dei deflussi netti di portafoglio.

L'Italia

Il deficit della bilancia dei pagamenti italiana di parte corrente si è ampliato, salendo nel 2003 a 18,4 miliardi (1,4 per cento del PIL), da 10,0 nel 2002 (0,8 per cento del PIL; tav. B36). Il risultato è principalmente dovuto al peggioramento dell'avanzo commerciale, sceso da 14,0 a 8,8 miliardi; vi ha contribuito l'aumento del disavanzo nei redditi (da –15,4 a –17,0 miliardi) e nei trasferimenti unilaterali (da –5,6 a –7,1 miliardi). Il disavanzo nei servizi è invece rimasto invariato (–3,0 miliardi).

Tav. B36

BILANCIA DEI PAGAMENTI DELL'ITALIA (1)

(saldi in miliardi di euro)

Voci	2001	2002	2003
Conto corrente	**–0,7**	**–10,0**	**–18,4**
Merci	17,4	14,0	8,8
Esportazioni	*273,6*	*267,6*	*259,1*
Importazioni	*256,2*	*253,5*	*250,3*
Servizi	..	–3,0	–3,0
Redditi	–11,6	–15,4	–17,0
Trasferimenti unilaterali	–6,5	–5,6	–7,1
di cui: *Istituzioni della UE*	*–5,6*	*–5,7*	*–6,3*
Conto capitale	**0,9**	**–0,1**	**2,5**
Attività intangibili	–0,3	–0,2	–0,1
Trasferimenti unilaterali	1,2	0,1	2,5
di cui: *Istituzioni della UE*	*1,7*	*1,6*	*3,6*
Conto finanziario	**–3,3**	**8,5**	**16,8**
Investimenti diretti	–7,4	–2,7	6,5
Investimenti di portafoglio	–7,6	16,1	3,4
Derivati	–0,5	–2,7	–4,8
Altri investimenti	11,7	1,0	13,1
di cui: *Banche* (2)	*27,6*	*–41,7*	*39,4*
Variazione riserve ufficiali	0,5	–3,1	–1,4
Errori e omissioni	**3,1**	**1,5**	**–0,9**

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (2) IFM; esclusa la Banca d'Italia.

Il saldo del conto corrente dell'Italia ha mostrato una tendenza al peggioramento dal 1997, dopo un periodo di forti attivi iniziato nel 1993; dal 2000 il saldo è in deficit. Il peggioramento ha riguardato sia i conti con i paesi dell'area dell'euro sia quelli con i paesi esterni all'area. Il disavanzo corrente tuttavia si genera nelle transazioni con l'area, essendosi sempre chiuse in attivo quelle con i paesi esterni a essa. Il deficit corrente con i paesi dell'area ha riflesso anch'esso principalmente l'andamento di quello commerciale; nel 2003, al peggioramento di quest'ultimo (da –9,5 a –11,7 miliardi di euro) si è aggiunto un forte aumento del disavanzo nei redditi (da –9,5 a –15,5 miliardi).

Il conto capitale è passato in avanzo per 2,5 miliardi di euro, dal sostanziale pareggio del 2002.

Il conto finanziario ha registrato afflussi netti per 16,8 miliardi (1,3 per cento del PIL), in aumento rispetto agli 8,5 nell'anno precedente (0,7 per cento del PIL); gli errori e omissioni sono stati contenuti (–0,9 miliardi).

Il maggiore contributo al miglioramento del conto finanziario è stato fornito dagli "altri investimenti", il cui avanzo è passato da 1,0 a 13,1 miliardi. Le entrate nette complessive per investimenti diretti, di portafoglio e derivati sono invece scese da 10,7 a 5,1 miliardi (dallo 0,8 allo 0,4 per cento del PIL).

L'Italia ha marginalmente influito sulla diminuzione dell'avanzo nel conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro con un calo del proprio avanzo corrente con i paesi esterni all'area da 6,1 a 5,5 miliardi. L'avanzo commerciale nei confronti di questi paesi si è pure leggermente ridotto (da 23,6 a 20,5 miliardi) e il disavanzo nei trasferimenti ampliato; il disavanzo nei redditi è sceso da –5,9 a –1,4 miliardi e quello nei servizi è cresciuto da –4,3 a –5,2 miliardi. Il nostro paese ha invece contribuito al conto finanziario dell'area con ingenti afflussi netti, pari a 85,1 miliardi (20,1 nel 2002), per l'insieme dei movimenti finanziari diversi dalle riserve; le entrate nette per investimenti diretti, di portafoglio e derivati sono più che raddoppiate rispetto al 2002, passando da 23,9 a 57,9 miliardi.

Alla fine dell'anno la posizione netta sull'estero dell'Italia risultava debitoria per 75,1 miliardi, il 5,8 per cento del PIL; era debitoria per 67,4 miliardi e pari al 5,4 per cento del prodotto nel 2002.

Gli scambi di merci

L'area dell'euro

Nel 2003 l'attivo commerciale della bilancia dei pagamenti dell'area è sceso di circa 26 miliardi di euro, da 133,6 a 107,7 (dall'1,9 all'1,5 per cento del PIL). Sul peggioramento hanno influito l'apprezzamento del tasso di cambio effettivo e l'andamento dei prezzi delle materie prime; la ripresa della domanda da parte dei principali partner ha contribuito a sostenere le esportazioni dell'area, che sono però cresciute, in quantità, a un ritmo più lento di quello del commercio mondiale. La diminuzione del 2,7 per cento del valore delle esportazioni registrata dai dati di bilancia dei pagamenti può essere ricondotta alla diminuzione dei prezzi all'esportazione (–3,2 per cento), dato il leggero aumento delle quantità vendute (0,5 per cento secondo i dati di commercio estero): il forte apprezzamento della valuta comune (11,9 per cento in termini effettivi nei confronti di un gruppo ampio di paesi) sarebbe stato parzialmente compensato dagli esportatori dell'area attraverso una riduzione dei prezzi da essi fissati in euro. La sostanziale stabilità delle importazioni in valore (–0,3 per cento) conseguirebbe da un aumento delle quantità importate (3,1 per cento), compensato da una diminuzione dei prezzi all'importazione (–3,2 per cento): il calo di questi ultimi è stato significativamente inferiore a quanto ci si poteva attendere sulla base dell'apprezzamento dell'euro a causa dell'aumento dei prezzi in dollari delle materie prime, energetiche e non, soprattutto nella seconda parte dell'anno. Per effetto della comparabile variazione dei valori medi

unitari in euro delle esportazioni e delle importazioni, le ragioni di scambio non sono variate.

La trasmissione delle variazioni del tasso di cambio sui prezzi delle importazioni e delle esportazioni può dipendere dalla valuta di denominazione dei contratti. Questa non coincide necessariamente con quella di regolamento: sulla base delle indicazioni provenienti dai regolamenti si stima che per la maggior parte dei paesi dell'area dell'euro la quota delle esportazioni extra area regolate nella valuta comune sia in media superiore al 50 per cento; quella delle importazioni inferiore al 50 per cento. Secondo le indicazioni provenienti dai principali partner, la quota è molto bassa per le transazioni commerciali con gli Stati Uniti; è più bassa della media, ma superiore al dato statunitense, per quelle con il Regno Unito; è vicina alla media per quelle con il Giappone.

La scomposizione geografica del saldo commerciale dell'area (nella valutazione *cif-fob*) indica che l'avanzo si è determinato principalmente nei confronti del Regno Unito e degli Stati Uniti (oltre 56 miliardi nei confronti di entrambi); i saldi nei confronti del Giappone e del resto dell'Asia sono stati deficitari, per un totale di circa 66 miliardi. Rispetto al 2002, gli avanzi nei confronti del Regno Unito e degli Stati Uniti e il disavanzo nei confronti del Giappone sono rimasti pressoché invariati; il disavanzo nei confronti del resto dell'Asia è aumentato di circa 10 miliardi.

L'Italia

In Italia l'attivo commerciale della bilancia dei pagamenti è sceso a 8,8 miliardi (0,7 per cento del PIL), dai 14,0 nel 2002 (1,1 per cento del PIL). L'interscambio in valore si è contratto per il secondo anno consecutivo: le esportazioni sono scese del 3,2 per cento, le importazioni dell'1,3. La riduzione delle esportazioni è stata determinata dal calo delle quantità vendute (–4,7 per cento sul 2002, secondo i dati di commercio estero), in parte compensato da un aumento dei valori medi unitari (0,8 per cento). La diminuzione delle importazioni è interamente scaturita dalla diminuzione delle quantità, a fronte di valori medi unitari invariati per il totale delle importazioni. Le ragioni di scambio sono quindi migliorate per il terzo anno consecutivo (0,9 per cento), seppure a un ritmo inferiore rispetto al 2002 (cfr. il capitolo: *La domanda*).

Nei confronti dei paesi dell'area dell'euro la riduzione delle quantità vendute è stata maggiore (–6,2 per cento) e l'aumento dei valori medi unitari più elevato (2 per cento); questi ultimi sono invece calati nei confronti dei paesi esterni all'area, in misura significativa nei confronti degli Stati Uniti, probabilmente rispecchiando politiche di prezzo degli esportatori volte a compensare gli effetti del deprezzamento del dollaro nei confronti

dell'euro. Anche nel caso delle importazioni sia il calo dei volumi (–2,9 per cento) sia l'aumento dei prezzi (1,2 per cento) sono stati maggiori per le merci provenienti dai paesi dell'area dell'euro. Per le importazioni provenienti dai paesi esterni alla UE a 15 le quantità sono aumentate e i prezzi scesi; il calo dei prezzi ha riguardato soprattutto le merci provenienti dall'area del dollaro (inclusa la Cina) e diverse dalle materie prime (cfr. il capitolo: *La domanda*). I rincari di queste ultime hanno infatti tendenzialmente compensato i vantaggi derivanti dall'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro.

La contrazione dei flussi di esportazione e di importazione con i paesi dell'area dell'euro (rispettivamente del 3,3 e del 1,4 per cento) si è tradotta in un peggioramento del disavanzo commerciale nei confronti di questi paesi, salito a 11,7 miliardi, da 9,5 nel 2002 (tav. B37). Il disavanzo si è originato, come nel 2002, principalmente nei confronti di Germania, Paesi Bassi, Irlanda, Belgio e Lussemburgo.

Tav. B37

INTERSCAMBIO COMMERCIALE *FOB-FOB* DELL'ITALIA PER PAESE O AREA

(miliardi di euro, composizione percentuale e variazioni percentuali sul 2002)

Paesi	Esportazioni			Importazioni			Saldo		Saldo	
	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	Variazioni	Composizione	Valori		In percentuale del PIL	
	2003			2003			2002	2003	2002	2003
Area dell'euro	**116,8**	**–3,3**	**45,2**	**128,6**	**–1,4**	**51,4**	**–9,5**	**–11,7**	**–0,8**	**–0,9**
di cui: *Francia*	*31,9*	*–2,6*	*12,3*	*28,7*	*–3,4*	*11,7*	*3,1*	*3,3*	*0,2*	*0,3*
Germania ...	*36,0*	*–3,2*	*13,9*	*45,7*	*–1,7*	*18,3*	*–9,4*	*–9,8*	*–0,7*	*–0,8*
Spagna	*18,2*	*4,7*	*6,5*	*12,1*	*1,9*	*4,7*	*5,5*	*6,1*	*0,4*	*0,5*
Resto del mondo ..	**142,3**	**–3,0**	**54,8**	**121,8**	**–1,1**	**48,6**	**23,6**	**20,5**	**1,9**	**1,6**
Altri paesi UE-15	22,6	–3,6	8,8	17,4	–6,1	7,3	5,0	5,3	0,4	0,4
di cui: *Regno Unito*	*18,1*	*–3,3*	*7,0*	*12,2*	*–7,9*	*5,2*	*5,5*	*5,9*	*0,4*	*0,5*
Nuovi paesi UE	15,6	7,1	5,4	9,0	5,2	3,4	6,0	6,6	0,5	0,5
Stati Uniti	21,9	–14,3	9,6	9,6	–19,9	4,7	13,5	12,3	1,1	0,9
Giappone	4,3	–3,3	1,7	5,1	–1,4	2,0	–0,7	–0,7	–0,1	–0,1
Russia	3,8	1,2	1,4	7,5	4,7	2,8	–3,3	–3,6	–0,3	–0,3
OPEC	10,6	14,0	3,5	16,1	9,5	5,8	–5,4	–5,5	–0,4	–0,4
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia (1)	7,1	–8,4	2,9	4,7	5,1	1,7	3,3	2,4	0,3	0,2
Cina	3,9	7,6	1,3	9,0	13,9	3,1	–4,3	–5,2	–0,3	–0,4
Mercosur (2).....	2,1	–12,2	0,9	2,8	–2,2	1,1	–0,4	–0,6	..	..
Altri	65,9	–0,7	24,8	49,7	–1,5	19,9	15,9	16,2	1,3	1,2
Totale ...	**259,1**	**–3,2**	**100,0**	**250,3**	**–1,3**	**100,0**	**14,0**	**8,8**	**1,1**	**0,7**

(1) Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan. – (2) Argentina, Brasile, Paraguay, Uruguay.

Il saldo commerciale nei confronti dei paesi esterni all'area, pur mantenendosi significativamente positivo (20,5 miliardi, pari all'1,6 per cento del PIL), è peggiorato di oltre 3 miliardi rispetto al 2002. Tutto il peggioramento è imputabile ai paesi al di fuori della UE a 15 e diversi dai nuovi paesi della UE. L'avanzo con gli altri paesi della UE a 15 e con i nuovi paesi della UE è salito rispettivamente a 5,3 e 6,6 miliardi di euro (5,0 e 6,0 nel 2002), nel primo caso in presenza di una riduzione dei flussi di importazione ed esportazione, nel secondo di un aumento di entrambi.

L'interscambio tra i dieci paesi divenuti membri della UE nel maggio del 2004 e l'Italia è progressivamente cresciuto tra l'inizio degli anni novanta e il 2003; è stato costantemente caratterizzato da avanzi in favore dell'Italia. Nel 2003, le esportazioni registrate alla voce merci della bilancia dei pagamenti rappresentavano il 6,0 per cento del totale, le importazioni il 3,6 per cento; l'avanzo è stato pari allo 0,5 per cento del PIL (cfr. il capitolo: La domanda*).*

L'avanzo nei confronti degli Stati Uniti è calato da 13,5 a 12,3 miliardi (dall'1,1 allo 0,9 per cento del PIL), per effetto di una forte contrazione sia delle esportazioni sia delle importazioni; quello nei confronti delle economie di recente industrializzazione dell'Asia è sceso da 3,3 a 2,4 miliardi, per via di una significativa diminuzione delle esportazioni e di una crescita delle importazioni. Il disavanzo nei confronti della Cina è aumentato da 4,3 a 5,2 miliardi, portandosi allo 0,4 per cento del PIL, a causa di una forte crescita delle importazioni (13,9 per cento), superiore a quella delle esportazioni (7,6 per cento); i flussi commerciali con la Cina e gli Stati Uniti sono stati influenzati da singole transazioni di importo rilevante (cfr. il capitolo: *La domanda*). Nonostante l'aumento delle quotazioni del petrolio, i disavanzi nei confronti dei paesi dell'OPEC e della Russia sono aumentati di poco (rimanendo sostanzialmente stabili, rispettivamente allo 0,4 e allo 0,3 per cento del PIL), grazie a un aumento delle esportazioni italiane verso questi paesi.

I servizi, i redditi e i trasferimenti

L'area dell'euro

I servizi. – Nell'area dell'euro il saldo dei servizi ha registrato un avanzo per il secondo anno consecutivo, dopo tre anni di disavanzi tra il 1999 e il 2001. L'avanzo è salito da 13,1 a 17,3 miliardi, come risultato di una diminuzione sia dei crediti (–0,9 per cento), sia dei debiti (–2,3 per cento); in percentuale del PIL è rimasto pressoché invariato rispetto al 2002 (0,2 per cento).

I redditi. – Nel 2003, il disavanzo dei redditi dell'area è stato pari a 43,2 miliardi, di poco inferiore al 2002 (44,1); è risultato da una simultanea diminuzione dei crediti e dei debiti, che ha principalmente riflesso il calo delle entrate e delle uscite nei redditi da capitale. L'avanzo nei redditi da lavoro è salito di 0,4 miliardi (da 8,7 a 9,1); il deficit nei redditi da capitale è sceso di 0,5 (da 52,8 a 52,3 miliardi). Tra questi ultimi, mentre i disavanzi nei redditi da investimenti diretti e "altri investimenti" si sono ridotti, rispettivamente, di 2,5 e 0,8 miliardi, il deficit nei redditi da investimenti di portafoglio è aumentato di 2,8 miliardi. La riduzione delle uscite nei redditi sulle partecipazioni azionarie (investimenti diretti) è stata superiore a quella delle entrate, riflettendo la maggiore debolezza delle economie dell'area dell'euro nel 2002 rispetto agli altri principali paesi industriali. Sono diminuite anche le uscite per dividendi da investimenti azionari di portafoglio, mentre sono moderatamente cresciute le entrate; il saldo è migliorato di 3,9 miliardi. Il peggioramento del disavanzo nei redditi di portafoglio (40,4 miliardi, da 37,6 nel 2002), che costituisce la principale fonte di deficit nei redditi, è quindi interamente disceso dall'ampliamento del disavanzo nei redditi da titoli non azionari. Mentre i crediti sono diminuiti di 1,5 miliardi, i debiti sono cresciuti di 5,2, riflettendo il forte aumento, nel 2002 e nel 2003, degli acquisti di titoli emessi da residenti nell'area da parte degli stranieri.

Alla fine del 2002 la posizione netta dell'area per investimenti di portafoglio in titoli non azionari era negativa e pari a 290,2 miliardi (–4,1 per cento del PIL), contro 231,7 miliardi (–3,3 per cento del PIL) alla fine del 2001. Sulla diminuzione dei crediti ha influito anche l'apprezzamento della moneta unica, riducendo il valore espresso in euro dei redditi ricevuti dal resto del mondo.

L'Italia

I servizi. – In Italia il saldo dei servizi è rimasto negativo. Il deficit è rimasto stabile e pari a 3,0 miliardi (0,2 per cento del PIL). Sono migliorati i saldi nelle comunicazioni, negli "altri servizi per le imprese", nelle costruzioni, nei servizi informatici e di informazione e nei servizi finanziari (commissioni e compensi per servizi finanziari); è passato in sostanziale pareggio il disavanzo nei servizi per il Governo (–1,3 miliardi nel 2002), che comprendono spese per consolati e ambasciate, spese militari, servizi di riscossione dei tributi per la UE (tav. aB70). Le uniche due voci in attivo sono state quelle dei viaggi, la più rilevante, e dei servizi finanziari. L'avanzo nei viaggi è calato per il terzo anno consecutivo dal 2000, quando toccò l'apice nell'ultimo decennio, in concomitanza con la celebrazione del Giubileo. L'apprezzamento dell'euro nei confronti delle valute di alcuni dei principali paesi di provenienza e destinazione ha inciso sui viaggi per motivi di vacanza; la debolezza dell'attività economica in Italia e nell'area dell'euro su quelli per motivi di lavoro.

Le entrate totali da servizi, per il secondo anno consecutivo, sono calate di poco (62,9 miliardi, da 63,8 nel 2002). Sono diminuiti gli introiti di due dei tre maggiori settori, i viaggi (–2,1 per cento) e i trasporti (–10,0 per cento), oltre a quelli delle assicurazioni, delle royalties e licenze e dei servizi personali; sono cresciute le entrate delle altre voci. Le uscite sono scese da 66,8 a 66,0 miliardi (–1,3 per cento), riflettendo cali in numerose voci (servizi per il Governo, assicurazioni, costruzioni, servizi informatici e di informazione, servizi personali); sono cresciuti i debiti nei viaggi di 0,4 miliardi.

Il disavanzo nei servizi, come si verifica dal 1998, riflette quello nelle transazioni con i paesi esterni all'area dell'euro (–5,2 miliardi, da –4,3 nel 2002); è stato compensato dal risultato positivo nelle transazioni con i paesi dell'area (2,8 miliardi, da 1,3 nel 2002).

Nel 2003 il deficit nei trasporti si è ampliato, come risultato di un aumento dei debiti e di un calo dei crediti. Sono aumentati, in particolare, i disavanzi di due delle tre voci che maggiormente pesano sul deficit totale: i trasporti aerei di passeggeri (da –1,6 a –1,7 miliardi) e i trasporti merci via mare (da –1,3 a –1,8 miliardi); è rimasto sostanzialmente stabile il disavanzo negli altri trasporti di merci, prevalentemente costituiti da trasporti su strada (tav. aB71). Il surplus derivante dai viaggi all'estero è sceso a 9,4 miliardi di euro, da 10,4 nel 2002. Come nel 2002 vi sono stati una diminuzione degli introiti (–2,1 per cento) e un aumento delle uscite (2,4 per cento), seppure più contenuto rispetto al 2002. Il numero dei viaggiatori in entrata è leggermente calato (–0,9 per cento), così come la loro spesa pro capite (–1,2 per cento). Il numero di quelli in uscita è invece cresciuto del 3,0 per cento, a fronte di una leggera diminuzione della spesa pro capite (–0,6 per cento). L'avanzo nei confronti dei paesi dell'area dell'euro è salito da 8,0 a 8,5 miliardi, mantenendosi vicino ai risultati dei tre anni precedenti. L'attivo nei confronti dei paesi esterni all'area si è fortemente ridotto da 2,4 a 0,9 miliardi; era stato pari a 4,3 e a 4,1 miliardi rispettivamente nel 2000 e nel 2001.

Nel 2003, all'aumento del numero e della spesa totale dei viaggiatori italiani all'estero hanno contribuito soprattutto i viaggi nei paesi esterni all'area dell'euro; sono tuttavia aumentati anche il numero e la spesa totale dei viaggiatori diretti in quelli dell'area (tav. B38). I paesi che hanno maggiormente pesato sull'aumento delle uscite complessive sono stati quelli dell'America latina (tra cui Messico, Cuba, Argentina), la Svizzera, i paesi nuovi membri della UE e altri paesi dell'Est europeo, l'Oceania. Le spese per vacanza degli italiani, il 43,5 per cento del totale delle spese per viaggi, sono aumentate del 7,4 per cento; quelle per motivi di lavoro (40 per cento del totale delle spese, la seconda principale motivazione di viaggio dopo le vacanze) sono diminuite del 4,0 per cento. La crescita delle spese per vacanza si è concentrata principalmente nei paesi europei e del continente americano (Stati Uniti, paesi dell'America latina); la diminuzione di quelle per motivi di lavoro negli Stati Uniti, nei paesi della UE a 15 e in Asia.

Tav. B38

VIAGGIATORI IN ITALIA E ALL'ESTERO NEL 2003, PER PROVENIENZA E DESTINAZIONE

(composizione e variazioni percentuali sul 2002)

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	**52,8**	**4,2**	**60,6**	**2,6**	**38,6**	**2,0**	**38,6**	**4,7**
di cui: *Germania* ...	*21,8*	*3,2*	*28,2*	*0,4*	*6,1*	*10,3*	*2,8*	*13,9*
Francia	*10,9*	*–2,6*	*10,6*	*–5,1*	*12,2*	*–6,0*	*14,5*	*2,3*
Austria	*8,1*	*12,2*	*10,4*	*11,8*	*3,8*	*25,7*	*5,7*	*17,4*
Resto del mondo ...	**47,2**	**–9,1**	**39,4**	**–9,7**	**61,4**	**2,6**	**61,4**	**9,1**
di cui: *Regno Unito*	*7,9*	*–3,0*	*9,3*	*–2,8*	*4,5*	*3,7*	*2,1*	*22,4*
Svizzera	*7,2*	*6,3*	*6,7*	*1,7*	*5,5*	*12,2*	*2,9*	*40,2*
Stati Uniti	*9,2*	*–24,6*	*8,1*	*–25,9*	*11,7*	*–7,5*	*6,1*	*18,4*
Giappone	*4,3*	*–36,1*	*3,6*	*–39,6*	*1,1*	*2,1*	*0,3*	*–26,1*
Totale ...	**100,0**	**–2,1**	**100,0**	**–2,2**	**100,0**	**2,4**	**100,0**	**7,4**
	Numero di viaggiatori							
Area dell'euro	**56,0**	**. .**	**71,0**	**–0,5**	**33,3**	**3,3**	**43,5**	**6,3**
di cui: *Germania* ...	*22,4*	*–4,1*	*32,4*	*–7,6*	*5,0*	*19,4*	*4,2*	*16,5*
Francia	*14,4*	*–5,0*	*14,5*	*2,5*	*15,6*	*–7,5*	*21,0*	*. .*
Austria	*10,8*	*13,9*	*14,6*	*8,9*	*4,6*	*25,6*	*7,4*	*22,9*
Resto del mondo ...	**44,0**	**–2,2**	**29,0**	**–3,1**	**66,7**	**2,8**	**56,5**	**13,4**
di cui: *Regno Unito*	*4,3*	*8,7*	*5,3*	*8,8*	*1,6*	*5,7*	*1,4*	*20,1*
Svizzera	*15,1*	*8,9*	*7,8*	*4,6*	*36,4*	*4,1*	*14,1*	*33,6*
Stati Uniti	*2,4*	*–18,5*	*2,7*	*–18,8*	*1,8*	*–0,3*	*1,8*	*12,1*
Giappone	*1,4*	*–30,0*	*1,4*	*–30,7*	*0,1*	*4,0*	*0,1*	*–15,4*
Totale ...	**100,0**	**–0,9**	**100,0**	**–1,3**	**100,0**	**3,0**	**100,0**	**10,3**

Fonte: UIC, Indagine campionaria sul turismo.

Nel 2003 la diminuzione degli introiti totali per viaggi ha interessato principalmente i paesi esterni all'area dell'euro, in particolare di quelli dei continenti americano, asiatico e africano. Hanno inciso in misura preponderante il calo delle spese dei viaggiatori statunitensi (–24,6 per cento, pari a un contributo di –2,3 punti percentuali) e giapponesi (–36,1 per cento, –1,5 punti percentuali); in entrambi i casi sono diminuiti sia il numero dei viaggiatori, sia la spesa pro capite. I paesi dell'area dell'euro e della UE che maggiormente hanno contribuito ad aumentare le entrate per viaggi sono stati la Germania (0,7 punti in termini di contributo alla variazione degli introiti totali), la Spagna (0,5 punti), la Grecia (0,3) e la Danimarca (0,2). Un significativo contributo positivo (0,5 punti) è stato fornito anche dai viaggiatori russi. Le spese sostenute dagli stranieri in occasione di viaggi in Italia per vacanze, che costituiscono il 57,6 per cento del totale degli introiti per viaggi, sono diminuite del 2,2 per cento; quelle sostenute per motivi di lavoro (21,7 per

cento del totale degli introiti italiani) sono calate in misura più marcata (–9,5 per cento). Tra le spese per vacanza, similmente a quelle totali, sono diminuite soprattutto quelle dei viaggiatori provenienti dai paesi esterni all'area dell'euro (Stati Uniti e Giappone in particolare), a fronte di una tenuta di quelli dei viaggiatori dell'area (austriaci, spagnoli e olandesi in particolare). Nel caso delle spese per motivi di lavoro, quelle dei viaggiatori provenienti dall'area dell'euro sono rimaste pressoché invariate rispetto al 2002; anche in questo caso sono calate, in misura rilevante, quelle degli statunitensi e dei giapponesi, in misura più contenuta quelle dei viaggiatori asiatici e del Regno Unito.

I redditi. – Nel 2003 il disavanzo dei redditi dell'Italia ha continuato a crescere, raggiungendo i 17,0 miliardi, dai 15,4 nel 2002; il peggioramento ha principalmente interessato i redditi da capitale, ma anche quelli da lavoro. Il disavanzo di questi ultimi, salito da 0,9 a 1,1 miliardi, è conseguito da una diminuzione delle entrate superiore a quella delle uscite. Il deficit dei redditi da capitale è aumentato di 1,4 miliardi (da 14,5 a 15,9), riflettendo maggiori disavanzi nei redditi da investimenti di portafoglio e da "altri investimenti", rispettivamente per 0,9 e 0,3 miliardi; si è ridotto anche il modesto attivo nei redditi da investimenti diretti, da 0,2 a 0,1 miliardi (tav. aB72).

I maggiori disavanzi nei redditi da investimenti di portafoglio possono essere messi in relazione con l'aumento della posizione debitoria netta in questi strumenti finanziari tra la fine del 2001 e la fine del 2002 (da 10,2 a 103,3 miliardi). Nel 2003 il flusso di pagamenti all'estero per interessi su titoli non azionari è stato pari a 29 miliardi, che si confronta con una consistenza delle passività verso l'estero in questi titoli pari a circa 600 miliardi alla fine del 2002 (tav. aD38). Tra la fine del 2001 e la fine del 2002 si è ridotta di poco la posizione debitoria netta negli "altri investimenti", da 95,7 a 84,1 miliardi; è scesa da 84,4 a 64,9 miliardi la posizione netta attiva dell'Italia negli investimenti diretti.

L'aumento nel disavanzo nei redditi si è originato interamente nei confronti dei paesi dell'area dell'euro, data la crescita del deficit verso questi paesi da 9,5 a 15,5 miliardi e la diminuzione di quello nei confronti del resto del mondo, da 5,9 a 1,5 miliardi. I redditi da capitale e, tra questi, i redditi da investimenti di portafoglio hanno in larga misura determinato l'evoluzione dei saldi intra ed extra area. Il deficit nei redditi da investimenti di portafoglio nei confronti dei paesi dell'area è salito da 7,8 a 12,1 miliardi, per effetto di una riduzione delle entrate e di un aumento delle uscite; quello con i paesi esterni all'area è calato da 3,9 a 0,4 miliardi, per l'aumento delle entrate e un modesto calo delle uscite. Il disavanzo nei redditi da "altri investimenti" intra area è cresciuto di 0,9 miliardi, principalmente per effetto di un aumento delle uscite; quello extra area si è leggermente ridotto. L'incremento delle uscite nei redditi da "altri investimenti" ha riguardato principalmente gli altri paesi della UE a 15 e gli altri industriali.

I trasferimenti in conto corrente. – Nel 2003 il disavanzo dell'Italia nei trasferimenti unilaterali in conto corrente è salito a 7,1 miliardi, dai 5,6 dell'anno precedente. Il peggioramento è stato interamente causato dall'aumento del deficit nei trasferimenti pubblici; vi hanno concorso l'aumento del disavanzo nei confronti delle Istituzioni della UE, dovuto alla crescita dei trasferimenti diversi da dazi e IVA, e la riduzione, di 3,6 miliardi, dei crediti nei confronti di altri soggetti non residenti per imposte e tasse. I trasferimenti privati hanno invece contribuito positivamente: è migliorato il saldo degli "altri trasferimenti" (che includono i premi e gli indennizzi assicurativi relativi al "ramo danni", imposte e tasse pagate dai residenti, trasferimenti per pensioni e previdenza); è salito, da 0,5 a 0,9 miliardi, il disavanzo nelle rimesse degli emigrati (tav. aB.70). È aumentato il disavanzo nei confronti dei paesi esterni all'area dell'euro (da 7,2 a 8,3 miliardi) e si è ridotto quello nei confronti dei paesi dell'area (da 1,6 a 1,2 miliardi).

Il conto capitale dell'Italia

Nel 2003 il surplus del conto capitale dell'Italia è salito a 2,5 miliardi, dal pareggio nel 2002. Il miglioramento è pressoché interamente attribuibile alla variazione del saldo nei trasferimenti pubblici, ritornato in attivo (2,3 miliardi) dal contenuto passivo nel 2002 (–0,1 miliardi); vi ha contribuito l'aumento, di 2,0 miliardi, dell'avanzo nei trasferimenti delle Istituzioni della UE, risultante da un aumento di quelli a valere sul Fondo di sviluppo regionale (tav. aB74).

Il conto finanziario

L'area dell'euro

Gli investimenti diretti. – Nel 2003 è proseguita la debolezza dell'attività di investimento diretto, sia degli stranieri nell'area, sia dei residenti verso il resto del mondo. Le uscite nette sono leggermente aumentate (da 4,7 a 9,9 miliardi), come risultato di una flessione dei capitali in entrata (da 146,6 a 105,7 miliardi) superiore a quella dei capitali in uscita (da 151,3 a 115,5 miliardi). Sebbene diminuiti nella media dell'anno, gli investimenti dell'area verso l'estero hanno mostrato una leggera ripresa nella seconda parte del 2003 stimolati dalle migliorate prospettive economiche mondiali. Nel 2003, gli investimenti stranieri nell'area sono stati principalmente costituiti da assunzione di partecipazioni (azionarie e non azionarie), quelli all'estero dei residenti da prestiti intrasocietari.

Gli investimenti di portafoglio e i derivati. – Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio e derivati, che erano stati particolarmente elevati nel 2002 (103,8 miliardi), si sono significativamente ridotti nel 2003, scendendo a 11,6 miliardi. Gli afflussi netti per soli investimenti di portafoglio sono scesi da 114,6 a 25,3 miliardi (dall'1,6 allo 0,3 per cento del PIL), risultato del forte aumento degli investimenti all'estero dei residenti nell'area (da 175,8 a 280,5 miliardi). Riflettendo una generale tendenza a mutare la composizione dei portafogli in favore di attività più rischiose e una ripresa delle emissioni nette di titoli sui mercati internazionali, gli investimenti dei residenti in titoli obbligazionari esteri sono passati da 89,6 a 172,0 miliardi, quelli azionari da 40,4 a 65,6 miliardi, riflettendo anche le possibilità di maggiori guadagni offerti dai mercati azionari nel corso del 2003 e le attese di ulteriori miglioramenti. Gli investimenti di portafoglio nell'area degli stranieri sono cresciuti di circa 15 miliardi, riflettendo l'aumento degli investimenti azionari (da 88,9 a 105,5 miliardi). Gli investimenti dell'estero in titoli non azionari sono rimasti nel totale sostanzialmente invariati, ma è mutata la composizione, con un aumento degli investimenti in obbligazioni. Per tutti i principali tipi di investimenti di portafoglio, l'area dell'euro ha registrato afflussi netti dall'estero (Tav. aB62).

Gli "altri investimenti". – Nel 2003 i deflussi netti registrati alla voce "altri investimenti" si sono più che dimezzati, scendendo da 162,7 a 75,0 miliardi. Ciò è in larga misura da imputare alle transazioni con l'estero delle istituzioni finanziarie e monetarie residenti, il cui saldo ha registrato un disavanzo di 19,2 miliardi, contro 138,2 nel 2002; questo calo ha riflesso principalmente la crescita delle passività delle istituzioni finanziarie e monetarie per prestiti, valuta e depositi (da 30,6 a 136,4 miliardi). È stata apportata una correzione in aumento alle passività dell'Eurosistema, per tenere conto dell'effetto stimato di un'ulteriore crescita delle banconote in euro detenute dall'estero.

Le riserve ufficiali. – Alla fine del 2003 le riserve ufficiali dell'Eurosistema erano scese a 306,5 miliardi di euro, da 366,1 dell'anno precedente. Le attività in valuta estera detenute sotto forma di titoli erano scese a 107,8 miliardi di euro, da 159,8 alla fine del 2002. Le consistenze di oro monetario erano rimaste pressoché invariate, a 130,0 miliardi di euro, rispetto alla fine del 2002.

L'Italia

Gli investimenti diretti. – Gli investimenti diretti nella bilancia italiana hanno segnato entrate nette per 6,5 miliardi (0,5 per cento del PIL), contro

deflussi per 2,7 miliardi nel 2002, riflettendo, come nell'anno precedente, soprattutto un calo degli investimenti italiani all'estero. Questi ultimi sono ammontati a 8,0 miliardi, più che dimezzandosi rispetto ai 18,2 nel 2002; gli investimenti esteri in Italia sono stati pari a 14,5 miliardi, contro 15,5 nel 2002.

L'attività di investimento diretto, in entrata e in uscita, è stata negli anni scorsi più contenuta in Italia che in altri paesi dell'area dell'euro. Le consistenze delle attività e delle passività alla fine del 2003 erano pari da noi, rispettivamente, al 14,5 e al 10,6 per cento del PIL, contro il 33,3 e il 30,0 per cento della Spagna, il 28,8 e il 23,8 della Germania (a fine giugno 2003), il 36,6 e il 24,1 della Francia (alla fine del 2002). Sul finire degli anni novanta e fino al 2001, vi è stata una forte espansione dell'attività internazionale di investimento diretto, sospinta da operazioni di fusione e acquisizione. Tra il 1997 e il 2002 anche per l'Italia i flussi di investimento diretto all'estero si sono collocati in media su livelli tre volte superiori a quelli medi nel periodo 1990-1996, pur mantenendosi inferiori a quelli degli altri tre paesi dell'area. Un andamento simile hanno avuto gli investimenti in entrata. Dal 2002 l'attività di investimento diretto all'estero è rallentata a livello internazionale e ciò si è riflesso anche sugli investimenti italiani in entrata e in uscita. Nel 2003 i flussi di investimento italiani all'estero sono risultati inferiori a quelli di Francia e Spagna (50,7 e 20,7 miliardi rispettivamente), pur se superiori a quelli della Germania (2,3 miliardi). Analogamente, gli investimenti dall'estero in Italia (14,5 miliardi) sono stati inferiori a quelli in Francia e Spagna (41,6 e 22,7 rispettivamente) ma di poco superiori a quelli in Germania (11,4).

Sulla riduzione degli investimenti italiani all'estero nel 2003 hanno pesato soprattutto i disinvestimenti netti nei settori dei trasporti e delle comunicazioni e nel settore dei prodotti meccanici (macchinari e mezzi di trasporto).

I disinvestimenti italiani dall'estero nel settore dei trasporti e delle comunicazioni sono stati pari a 7,3 miliardi (contro investimenti netti per 0,4 nel 2002), in larga misura risultanti da prestiti intrasocietari ricevuti dalle case madri italiane dalle loro controllate estere (cfr. le tavv. aB81 e aB82 e la relativa nota metodologica); nel settore dei prodotti meccanici i disinvestimenti sono ammontati a 1,2 miliardi, contro investimenti per 1,5 nel 2002. Negli altri principali settori i flussi netti di investimento sono stati di dimensione comparabile a quelli registrati nell'anno precedente (tav. aB76). Gli investitori stranieri in Italia hanno significativamente ridotto i flussi netti nei servizi del credito e delle assicurazioni (da 4,2 a 2,7 miliardi) e disinvestito (per 0,4 miliardi) da quelli dei trasporti e delle comunicazioni. Hanno invece aumentato gli investimenti netti nei settori dei prodotti energetici e alimentari (tav. aB75).

Sia il saldo con i paesi dell'area dell'euro, sia quello con i paesi esterni all'area hanno registrato entrate nette per investimenti diretti, contro uscite nette nell'anno precedente. Il contributo principale alla variazione del saldo totale è stato fornito da quello con i paesi dell'area dell'euro, passato in avanzo per 5,7 miliardi (–2,5 nel 2002); il saldo con i paesi esterni all'area

ha registrato un attivo pari a 0,8 miliardi, da un sostanziale pareggio nel 2002.

Nel 2003, la posizione netta verso l'estero dell'Italia per investimenti diretti (esclusi gli immobili) degli operatori non bancari è risultata attiva per 35,0 miliardi, pari al 2,7 per cento del PIL (tav. aB80), in diminuzione rispetto al 2002 per effetto sia delle entrate nette in corso d'anno, sia della diminuzione del valore in euro delle attività detenute all'estero. La posizione netta nei confronti dei paesi dell'area dell'euro nelle consistenze di investimenti diretti si è mantenuta positiva e pari, alla fine del 2003, al 78,1 per cento di quella totale. Alla stessa data le attività nei paesi dell'area dell'euro erano il 70,9 per cento di quelle totali, le passività il 69,0 per cento. La posizione nei confronti degli altri paesi della UE a 15 è risultata, come di consueto, negativa; quella nei confronti dei nuovi paesi UE positiva e pari a circa il 4 per cento di quella totale (era il 2,9 per cento alla fine del 2002). Le attività verso questi ultimi paesi erano l'1,0 per cento di quelle totali alla fine del 2003, lo 0,9 alla fine del 2002.

Gli investimenti di portafoglio e i derivati. – In Italia, nel 2003, vi sono state uscite nette per investimenti di portafoglio e derivati pari a 1,5 miliardi, contro afflussi per 13,4 miliardi nel 2002. Il peggioramento è principalmente attribuibile all'aumento delle uscite nette verso i paesi dell'area dell'euro, passate da 10,8 a 58,5 miliardi. Le entrate nette dai paesi esterni all'area sono ulteriormente aumentate, da 24,2 a 57,0 miliardi.

Per i soli investimenti di portafoglio le entrate nette sono scese da 16,1 a 3,4 miliardi (dall'1,3 allo 0,3 per cento del PIL), riflettendo il forte aumento degli investimenti all'estero degli italiani (da 17,0 a 51,1 miliardi), superiore alla crescita degli investimenti degli stranieri in Italia, passati da 33,1 a 54,4 miliardi. Gli italiani hanno aumentato sia gli investimenti azionari sia quelli obbligazionari: i primi da 6,0 a 13,8 miliardi, i secondi da 10,9 a 37,3 miliardi. Gli stranieri hanno continuato a disinvestire dai titoli azionari italiani, sebbene in misura più contenuta rispetto al 2002: le uscite nette sono scese da 7,2 a 2,2 miliardi. I flussi in entrata per investimenti in titoli non azionari sono invece saliti di 16,4 miliardi, anche in questo caso dovuti alla crescita degli investimenti in obbligazioni. Il saldo degli investimenti azionari si è chiuso con uscite nette per 16,0 miliardi, quello dei titoli non azionari con entrate nette per 19,4 miliardi. Mentre gli investimenti degli stranieri in obbligazioni non bancarie italiane si sono ridotti fortemente (da 18,1 a 0,9 miliardi), risentendo di alcune crisi societarie e in generale di contenute emissioni nette, quelli in titoli di Stato italiani sono saliti a 61,9 miliardi, dai 24,2 nel 2002 e si sono quasi interamente concentrati su acquisti di BTP (49,5 miliardi, da 33,1 nel 2002) e BOT (13,9 miliardi, contro disinvestimenti per 12,4 nel 2002; tav. B39).

Tav. B39

INVESTIMENTI ESTERI IN TITOLI ITALIANI

(flussi in milioni di euro)

Voci	2001	2002			2003		
		I sem	II sem	Anno	I sem	II sem	Anno
Obbligazioni non bancarie	**21.602**	**7.366**	**10.739**	**18.105**	**7.431**	**–6.506**	**925**
Titoli di stato (1)	**12.790**	**6.366**	**17.873**	**24.239**	**58.814**	**3.128**	**61.942**
BOT	–5.287	–6.194	–6.165	–12.359	16.058	–2.108	13.949
BTP	26.227	7.704	25.421	33.125	28.803	20.743	49.545
CCT	–13.652	–1.965	–110	–2.076	798	–2.631	–1.834
CTZ	–3.172	4.123	–2.808	1.314	3.463	–7.924	–4.461
Prestiti della Repubblica (2)	9.404	1.981	2.451	4.431	9.730	–6.740	2.990
Altri	–730	718	–916	–197	–37	1.790	1.752

(1) La ripartizione per strumenti è stimata e soggetta a revisione. – (2) Acquisti e vendite da parte di non residenti.

Alla fine del 2003 i non residenti detenevano attività finanziarie di portafoglio italiane per un importo pari 723,1 miliardi (55,6 per cento del PIL italiano). Gli investimenti di portafoglio in Italia degli stranieri sono cresciuti significativamente a partire dai primi anni novanta, rivolgendosi ai titoli di Stato. Alla fine del 2003 poco meno della metà dei titoli di Stato risultavano detenuti da non residenti; la quota non superava l'8 per cento nel 1992.

Sulla base dei dati della terza indagine annuale sugli investimenti di portafoglio dell'FMI, a cui contribuisce per l'Italia l'Ufficio italiano dei cambi, è possibile apprezzare l'incidenza dei titoli non azionari italiani nel portafoglio mondiale di titoli non azionari esteri, distinguendo i detentori per residenza. Alla fine del 2002, data una consistenza del portafoglio mondiale di 9.000 miliardi di dollari, la quota italiana risultava pari al 6,8 per cento, al quarto posto dopo Stati Uniti, Germania e Regno Unito.

Sulla componente a lungo termine, l'Italia era il terzo paese per quota di mercato. Nell'ordine, i paesi che avevano in portafoglio un maggior ammontare di titoli di debito a lungo termine italiani erano la Francia, il Regno Unito, la Germania, il Lussemburgo e i Paesi Bassi (tav. B40).

La scomposizione geografica dei flussi di investimento di portafoglio dell'Italia in entrata e in uscita indica che la diminuzione degli afflussi netti totali consegue da una crescita delle uscite nette verso l'area dell'euro (da –8,7 a –57,4 miliardi), solo in parte compensata da un aumento degli af-

flussi netti dal resto del mondo (da 24,8 a 60,8 miliardi). L'aumento delle uscite nette verso l'area dell'euro ha riguardato tutti i tipi di titoli (azionari e non); la crescita degli afflussi netti dal resto del mondo si è concentrata nei titoli non azionari (i disinvestimenti netti dai titoli azionari da parte di questi paesi si sono ridotti).

Tav. B40

INVESTIMENTI MONDIALI IN TITOLI ESTERI ALLA FINE DEL 2002

(titoli di debito a lungo termine; consistenze in miliardi di dollari)

Sottoscrittore (1) / Emittente (1)	Totale	di cui								
		Giappone	Riserve ufficiali e Istituzioni internazionali	Gran Bretagna	Francia	Germania	Lussemburgo	Stati Uniti	Paesi Bassi	Italia
Totale	7.733	1.136	1.019	780	614	554	526	478	343	339
di cui:										
Stati Uniti	*1.892*	*375*	*580*	*188*	*69*	*51*	*73*	*–*	*59*	*42*
Germania	*1.026*	*114*	*145*	*98*	*86*	*–*	*127*	*45*	*93*	*45*
Italia	*582*	*41*	*28*	*83*	*94*	*81*	*52*	*12*	*47*	*–*
Olanda	*503*	*35*	*15*	*49*	*75*	*78*	*41*	*30*	*–*	*46*
Francia	*476*	*57*	*65*	*42*	*–*	*45*	*41*	*30*	*38*	*38*
Gran Bretagna	*435*	*63*	*30*	*–*	*41*	*38*	*24*	*53*	*15*	*19*
Isole Cayman	*350*	*143*	*..*	*48*	*22*	*18*	*15*	*18*	*4*	*11*
Istituzioni internazionali	*252*	*62*	*75*	*....*	*16*	*8*	*11*	*9*	*2*	*34*
Per memoria: quota di titoli italiani per paese estero sottoscrittore	100,0	7,1	4,8	14,3	16,2	14,0	9,0	2,0	8,0	–

Fonte: FMI - *Coordinated Portfolio Investment Survey*.
(1) Sottoscrittori ed emittenti per paese di residenza.

Gli investimenti di portafoglio azionari degli italiani si sono diretti principalmente verso i paesi dell'area dell'euro (tra questi soprattutto il Lussemburgo); tra i paesi esterni all'area, sono ripresi i flussi verso il Giappone e i paesi di recente industrializzazione dell'Asia, mentre si sono ridotti quelli verso il Regno Unito e gli Stati Uniti. Gli investimenti italiani in obbligazioni straniere sono cresciuti sia nei paesi dell'area dell'euro (prevalentemente in Germania) sia nel resto del mondo (prevalentemente nel Regno Unito e negli Stati Uniti, con una modesta ripresa dei flussi diretti verso i nuovi paesi della UE, il Brasile e i paesi dell'OPEC, dai quali vi erano stati disinvestimenti nel 2002). L'aumento degli investimenti stranieri in titoli obbligazionari italiani è interamente attribuibile ai paesi esterni all'area dell'euro, i cui investimenti sono saliti da 22,4 a 58,8 miliardi; i residenti dell'area hanno invece disinvestito fondi per 10,6 miliardi (contro afflussi per 9,6 nel 2002). La quasi totalità degli investimenti extra area è pervenuta dal Regno Unito; i disinvestimenti dei residenti nell'area sono quasi interamente attribuibili al Lussemburgo. Si sono significativamente ridotti gli investimenti francesi, mentre sono moderatamente aumentati quelli tedeschi. Come nel 2002, i disinvestimenti azionari provengono principalmente dal resto del mondo (dal Regno Unito e dagli Stati Uniti); quelli del Lussemburgo e della Germania sono stati compensati da investimenti da parte di altri paesi dell'area dell'euro.

Gli "altri investimenti". – In Italia sono aumentati gli afflussi netti alla voce "altri investimenti", passati da 1,0 a 13,1 miliardi, come risultato di afflussi netti nelle passività (32,9 miliardi) superiori a deflussi netti nelle attività (19,9 miliardi). Il saldo del totale delle transazioni delle banche italiane è tornato positivo per 39,4 miliardi, invertendo il deflusso per 41,7 registrato nel 2002. Tale mutamento ha riflesso soprattutto l'evoluzione del saldo della sottovoce prestiti e depositi delle banche; nelle attività sono stati rimpatriati fondi per 3,8 miliardi (contro deflussi per 33,4 nel 2002), nelle passività sono entrati fondi per 39,2 miliardi (contro rimborsi per 6,5 nel 2002). Il saldo alla voce prestiti e depositi del settore privato non bancario è passato da un avanzo di 36,7 miliardi a un disavanzo di 22,1, in seguito a uscite nette nelle attività pari a 18,1 miliardi (contro entrate per 29,2 miliardi nel 2002, salite dai 22,9 nel 2001) e uscite per 4,0 miliardi nelle passività (da entrate per 7,5 miliardi nel 2002).

Nel 2003 gli "altri investimenti" sono stati di nuovo interessati dal rimpatrio di attività finanziarie precedentemente trasferite all'estero da residenti e non dichiarate ai fini fiscali; hanno continuato ad applicarsi le facilitazioni introdotte dal decreto legge 25 settembre 2001, n. 350, reiterate dal decreto legge 24 dicembre 2002, n. 282. Nel 2003 sono stati rimpatriati fondi per 10 miliardi (contro circa 33 nel 2002), per il 97 per cento classificati come disinvestimenti di attività italiane all'estero alla voce "altri settori – altri investimenti – depositi", la forma tecnica che avevano al momento del rimpatrio.

Le riserve ufficiali. – Le riserve ufficiali dell'Italia alla fine del 2003 erano pari a 50,1 miliardi di euro, contro i 53,0 miliardi del 2002. Durante il 2003 i flussi le hanno accresciute di 1,4 miliardi di euro; gli aggiustamenti di cambio e di valutazione le hanno ridotte di 4,4 miliardi. Si è ridotto il valore delle attività in valuta estera, mentre quello delle consistenze di oro è passato da 25,8 a 26,0 miliardi (tav. aB79).

La posizione netta sull'estero e il debito estero dell'Italia

Alla fine del 2003 il valore negativo della posizione patrimoniale netta verso l'estero dell'Italia, pari a 75,1 miliardi (5,8 per cento del PIL), era superiore a quello registrato alla fine del 2002 (67,4 miliardi, 5,4 per cento del PIL). Il saldo del conto finanziario ha fornito un contributo negativo pari a 16,8 miliardi, gli aggiustamenti un contributo positivo per oltre 9 miliardi di euro (tav. B41). Gli aggiustamenti di cambio hanno determinato un peggioramento di circa 33 miliardi, gli altri aggiustamenti (principalmente aggiustamenti di prezzo) un miglioramento di circa 42. Gli aggiustamenti di cambio hanno inciso negativamente sulle attività degli operatori non bancari, in particolare su quelle di portafoglio; hanno invece contribuito a ridurre le

passività sull'estero delle banche per 10,5 miliardi di euro. Le attività degli operatori bancari e non bancari hanno beneficiato di un effetto positivo degli "altri aggiustamenti", rispettivamente per 19,4 e 23,4 miliardi di euro. Il calo della posizione netta attiva negli investimenti diretti al 4,0 per cento del PIL (dal 5,1 nel 2002) è stato parzialmente compensato da una diminuzione della posizione debitoria netta negli investimenti di portafoglio (dal –8,2 al –8,1 per cento del PIL) e negli altri investimenti (dal –6,7 al –5,9 per cento).

Tav. B41

POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO DELL'ITALIA

(milioni di euro)

Voci	Consistenze a fine 2002 (1) (a)	gennaio-dicembre 2003					Consistenze a fine 2003 (1) (a)+(d)
		Flussi (2) (b)	Aggiustamenti			Variazione delle consistenze (d)=(b)+(c)	
			(c)	di cambio (3)	altri		
	Operatori residenti non bancari						
Attività	**851.961**	**69.143**	**–17.568**	**–41.013**	**23.445**	**51.575**	**903.536**
Investimenti diretti	170.155	6.902	–2.290	–6.295	4.005	4.612	174.767
Investimenti di portafoglio	526.659	40.274	–12.556	–31.937	19.381	27.717	554.376
di cui: *azioni*	*225.656*	*13.567*	*9.538*	*–6.032*	*15.570*	*23.105*	*248.761*
Altri investimenti	146.977	18.987	–2.719	–2.781	62	16.268	163.245
Strumenti derivati	8.170	2.980	– 2	..	– 2	2.978	11.148
Passività	**908.665**	**70.077**	**–6.148**	**–8.172**	**2.024**	**63.929**	**972.594**
Investimenti diretti	119.706	14.707	2.109	–74	2.183	16.816	136.522
Investimenti di portafoglio	656.944	56.899	–6.678	–6.475	– 204	50.221	707.165
di cui: *azioni*	*28.135*	*–6.107*	*2.588*	*–10*	*2.598*	*–3.519*	*24.616*
Altri investimenti	126.485	–3.532	–1.584	–1.623	39	–5.116	121.369
Strumenti derivati	5.530	2.003	5	..	5	2.008	7.538
Posizione netta	**–56.704**	**–934**	**–11.419**	**–32.841**	**21.422**	**–12.353**	**–69.057**
	Banche residenti						
Attività	229.491	17.219	13.840	–5.590	19.430	31.059	260.550
Passività	301.544	38.293	–11.485	–10.466	–1.018	26.808	328.352
Posizione netta	**–72.053**	**–21.074**	**25.325**	**4.877**	**20.448**	**4.251**	**–67.802**
	Banca centrale						
Attività	66.420	2.821	–5.075	–5.197	122	–2.254	64.166
Passività	5.108	–2.412	–252	–252	..	–2.664	2.444
Posizione netta	**61.312**	**5233**	**–4823**	**–4.945**	**122**	**410**	**61.722**
TOTALE POSIZIONE NETTA	**–67.445**	**–16.775**	**9.083**	**–32.909**	**41.992**	**–7.692**	**–75.137**

(1) Ai prezzi e ai cambi di fine periodo. – (2) Ai prezzi e ai cambi in essere alla data della transazione. – (3) Calcolati sulla base della composizione per valuta.

Dal mese di settembre 2003, in ottemperanza alle prescrizioni degli Special Data Dissemination Standard dell'FMI, l'Italia pubblica, con cadenza trimestrale, i dati relativi al debito estero lordo del paese alla fine di ciascun trimestre di riferimento; il primo periodo di riferimento della pubblicazione è stato l'ultimo trimestre del 2002 (tav. B42). Definito come le

Tav. B42

DEBITO ESTERO LORDO DELL'ITALIA PER EMITTENTE E PER STRUMENTO ALLA FINE DEL 2002 E NEL 2003

(consistenze di fine periodo; miliardi di euro)

Voci	2002 IV trimestre	2003			
		I trimestre	II trimestre	III trimestre	IV trimestre
Debito estero lordo	**1.072,4**	**1.124,6**	**1.171,8**	**1.161,8**	**1.155,6**
Amministazioni pubbliche	**524,9**	**543,9**	**579,3**	**588,6**	**576,7**
Breve termine	51,2	55,5	70,9	68,9	64,6
Strumenti mercato monetario (1)	*47,9*	*52,3*	*67,7*	*65,7*	*61,4*
Prestiti	*3,1*	*3,1*	*3,1*	*3,1*	*3,1*
Crediti commerciali	..	..	..	..	..
Altre passività	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Lungo termine	473,7	488,4	508,4	519,7	512,1
Obbligazioni (1)	*470,9*	*485,1*	*505,7*	*517,0*	*510,2*
Prestiti	*2,7*	*3,3*	*2,7*	*2,6*	*1,9*
Crediti commerciali	..	..	..	..	..
Altre passività	..	..	..	..	..
Autorità monetarie	**5,1**	**1,7**	**2,3**	**3,0**	**2,4**
Breve termine	5,1	1,7	2,3	3,0	2,4
Strumenti mercato monetario	..	..	..	..	..
Prestiti	*2,9*	*1,7*	*2,3*	*3,0*	*0,4*
Valute e depositi	*2,2*	..	..	..	..
Altre passività	..	..	..	..	*0,1*
Lungo termine	..	..	..	..	..
Obbligazioni	..	..	..	..	..
Prestiti	..	..	..	..	..
Valute e depositi	..	..	..	..	..
Altre passività	..	..	..	..	..
Istituzioni monetarie e finanziarie: banche	**297,7**	**324,5**	**327,5**	**322,1**	**322,4**
Breve termine	200,2	223,8	226,4	222,8	222,7
Strumenti mercato monetario	..	..	..	..	..
Prestiti	*20,0*	*32,3*	*26,6*	*29,8*	*26,8*
Valute e depositi	*164,3*	*171,3*	*175,7*	*171,1*	*175,9*
Altre passività	*15,9*	*20,2*	*24,1*	*21,8*	*19,9*
Lungo termine	97,4	100,7	101,1	99,3	99,7
Obbligazioni	*14,8*	*13,5*	*13,6*	*12,6*	*16,0*
Prestiti	*62,1*	*63,4*	*63,1*	*65,5*	*61,0*
Valute e depositi	*20,6*	*23,8*	*24,4*	*21,2*	*22,7*
Altre passività	..	..	..	..	..
Altri settori	**230,4**	**237,3**	**240,5**	**223,3**	**227,2**
Breve termine	92,4	92,5	93,7	79,8	86,3
Strumenti mercato monetario	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*	*0,1*
Prestiti	*67,8*	*68,2*	*66,5*	*58,1*	*61,2*
Valute e depositi	..	..	..	..	..
Crediti commerciali	*21,7*	*24,2*	*23,7*	*20,6*	*22,6*
Altre passività	*2,8*	..	*3,5*	*1,1*	*2,4*
Lungo termine	138,0	144,8	146,8	143,5	140,9
Obbligazioni	*109,9*	*113,6*	*117,1*	*113,6*	*110,9*
Prestiti	*26,1*	*29,0*	*27,4*	*27,4*	*27,2*
Valute e depositi	..	..	..	..	..
Crediti commerciali	*2,0*	*1,9*	*1,9*	*1,8*	*1,8*
Altre passività	..	*0,2*	*0,4*	*0,7*	*1,0*
Investimenti diretti	**14,3**	**17,2**	**22,2**	**24,8**	**26,8**
Passività non azionarie verso imprese partecipate	..	..	..	..	..
Passività non azionarie verso investitori diretti	*14,3*	*17,2*	*22,2*	*24,8*	*26,8*

Fonte: UIC.

(1) La ripartizione tra strumenti di mercato monetario e obbligazioni è stimata e soggetta a revisione.

passività non azionarie di un paese, il debito estero rappresenta una statistica utile per paesi con elevato indebitamento netto e con sistemi statistici in via di costruzione; fornisce tuttavia una informazione parziale rispetto alla completa esposizione della posizione patrimoniale, presentata nelle Tavv. B41 e aB80 per l'Italia, soprattutto per paesi che, come il nostro, detengono attività nei confronti dell'estero di ammontare comparabile a quello delle passività. Alla fine del 2003, il debito estero lordo dell'Italia ammontava a 1.155,6 miliardi (88,8 per cento del PIL), per il 65,1 per cento a lungo termine. Per il 49,9 per cento risultava costituito da debito delle Amministrazioni pubbliche, in larghissima misura (88,5 per cento) nella forma di obbligazioni a lungo termine; la crescita del debito estero pubblico a lungo termine spiega circa la metà dell'aumento del debito estero totale osservato tra la fine del 2002 e la fine del 2003. Il settore bancario risultava il secondo principale debitore estero (27,9 per cento del debito totale), prevalentemente esposto a breve termine, per via della raccolta di valute e depositi. Il debito degli altri settori privati era principalmente costituito da debito obbligazionario a lungo termine e da prestiti di breve termine.

C – LA FINANZA PUBBLICA

Nell'area dell'euro l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto per il terzo anno consecutivo. Il saldo ha raggiunto il 2,7 per cento del PIL, dal 2,3 del 2002; in base ai programmi governativi avrebbe dovuto ridursi di 0,4 punti percentuali. L'avanzo primario è diminuito di 0,6 punti, risentendo del perdurare di condizioni economiche sfavorevoli. Il peggioramento è stato limitato dal maggior ricorso in alcuni paesi a misure di natura straordinaria. Il rapporto fra il debito e il prodotto è aumentato di 1,2 punti, al 70,5 per cento.

Quattro paesi (Francia, Germania, Grecia e Paesi Bassi) hanno registrato disavanzi superiori alla soglia del 3 per cento del prodotto. In Francia e in Germania lo sconfinamento si era verificato anche nel 2002.

Nella prima parte del 2003 è stata avviata la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti della Francia e della Germania. Il 25 novembre scorso il Consiglio della UE ha deciso di tenere in sospeso per entrambi i paesi la procedura, la cui prosecuzione, proposta dalla Commissione europea, avrebbe costituito un ulteriore passo verso l'imposizione di sanzioni. In linea con le indicazioni della Commissione, il Consiglio ha comunque raccomandato ai due paesi di conseguire nel biennio 2004-05 significative riduzioni del disavanzo corretto per gli effetti del ciclo economico e ha fissato al 2005 il termine per ricondurre il disavanzo sotto la soglia del 3 per cento.

Il Consiglio direttivo della BCE ha rilevato che la mancata aderenza alle regole e alle procedure previste dal Patto di stabilità e crescita può minare la credibilità del quadro istituzionale e la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche dell'area.

In connessione con il protrarsi di condizioni congiunturali sfavorevoli, gli obiettivi stabiliti dai paesi dell'area per il 2004 e per gli anni successivi sono divenuti meno ambiziosi. Secondo le previsioni della Commissione europea, molti paesi non riuscirebbero a conseguire i nuovi obiettivi; sei paesi (Francia, Germania, Grecia, Italia, Paesi Bassi e Portogallo) supererebbero la soglia del 3 per cento del prodotto.

Lo scorso aprile, la Commissione ha raccomandato al Consiglio della UE di rivolgere un ammonimento preventivo (*early warning*) all'Italia. Essa ha inoltre avviato la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti dei Paesi Bassi e della Grecia. In quest'ultimo paese, come già in Portogallo nel 2002, è emerso improvvisamente un significativo peggioramento dello stato dei conti pubblici. Il Consiglio della UE deciderà in merito alla posizione dei singoli paesi nei prossimi mesi.

In Italia l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari al 2,4 per cento del PIL, a fronte del 2,3 nel 2002. La spesa per interessi si è ridotta dal 5,8 al 5,3 per cento. L'avanzo primario è sceso dal 3,5 al 2,9; circa la metà del peggioramento è attribuibile alle condizioni economiche sfavorevoli. La riduzione dell'avanzo primario è stata contenuta da un più ampio ricorso a misure di natura temporanea, passate da 1,5 punti percentuali del PIL nel 2002 a circa 2 nel 2003. Per effetto dei proventi dei condoni, la pressione fiscale è aumentata di 0,9 punti. L'incidenza delle spese primarie correnti sul PIL è cresciuta di un punto percentuale.

Negli ultimi anni la riduzione della spesa per interessi ha compensato il graduale peggioramento dell'avanzo primario: nel complesso, dal 1997 al 2003 entrambe le grandezze hanno fatto registrare una riduzione dell'ordine di 4 punti percentuali del PIL. Nello stesso periodo la pressione fiscale è diminuita di 1,7 punti; escludendo le entrate di natura temporanea la flessione risulta più accentuata. Il riequilibrio dei conti pubblici e il processo di riduzione del carico fiscale hanno trovato un limite nell'andamento delle spese primarie correnti, la cui incidenza sul PIL nel medesimo periodo è salita di 1,5 punti.

Il fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche è sceso dal 3,4 per cento del PIL nel 2002 al 2,8 per cento. Escludendo le dismissioni mobiliari, particolarmente significative nel 2003, il fabbisogno è salito dal 3,5 al 4,1 per cento; il divario rispetto all'indebitamento netto è risultato pari a 1,6 punti percentuali del PIL, valore pari a quello medio del quadriennio precedente. Anche il fabbisogno è stato contenuto da misure di natura temporanea valutabili nell'ordine di 2 punti percentuali del prodotto.

Il debito delle Amministrazioni pubbliche è cresciuto di 21,1 miliardi, ammontare inferiore di 15,2 miliardi al fabbisogno complessivo. La differenza è dovuta all'utilizzo delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (8,0 miliardi), agli effetti dell'emissione di titoli sopra la pari (3,9) e a quelli dell'apprezzamento dell'euro (3,3). L'incidenza del debito sul PIL è diminuita dal 107,9 al 106,2 per cento.

L'obiettivo di indebitamento netto per il 2004 era stato indicato nell'1,8 per cento del PIL nel *Documento di programmazione economi-*

co-finanziaria del luglio del 2003. A dicembre è stata varata una manovra correttiva dell'ordine di 0,8 punti percentuali del PIL. Nel maggio del 2004 la *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc) ha stimato l'indebitamento netto dell'anno al 2,9 per cento del prodotto; l'avanzo primario scenderebbe al 2,2 per cento. La stima di crescita del PIL reale è stata indicata nell'1,2 per cento. Nel caso in cui l'evoluzione dei conti pubblici nei prossimi mesi dovesse rivelarsi meno favorevole del previsto, il Governo si riserva di attuare ulteriori interventi correttivi.

Nella riunione del Consiglio della UE dell'11 maggio scorso, l'Italia si è impegnata ad adottare misure volte a mantenere il disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento. Il Consiglio ha deciso di rimandare la decisione relativa al possibile invio di un *early warning* a luglio, quando sarà in grado di esaminare gli interventi specifici annunciati dall'Italia.

Per il 2004 la Rtc prevede un significativo peggioramento dei saldi finanziari: il fabbisogno del settore pubblico, al netto delle regolazioni dei debiti pregressi e delle dismissioni mobiliari, salirebbe dal 3,5 al 4,9 per cento del PIL; al netto delle sole dismissioni, esso crescerebbe dal 4,2 al 5,3 per cento. Si amplierebbe ulteriormente il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto; è necessario assicurare la massima trasparenza circa gli elementi che determinano tale divario. Resta elevato, pari a circa 1 punto percentuale del PIL, il ricorso a misure correttive di natura temporanea.

L'evoluzione dei conti pubblici nei primi mesi dell'anno è coerente con le nuove stime dei saldi finanziari: nel primo trimestre il fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche ha raggiunto 33,3 miliardi, superiore di 11,2 a quello del corrispondente periodo dell'anno precedente.

Nelle valutazioni ufficiali, che scontano dismissioni per 21 miliardi, il rapporto tra il debito e il prodotto scenderebbe nel 2004 di 0,3 punti percentuali (dal 106,2 al 105,9 per cento). In una prospettiva di medio termine, il ridimensionamento del peso del debito pubblico richiede un significativo aumento dell'avanzo primario e una forte riduzione del fabbisogno. Per realizzare un miglioramento duraturo dei conti pubblici e un ulteriore calo della pressione fiscale sono necessarie riforme strutturali nei principali comparti della spesa corrente, in grado di ridurne significativamente l'incidenza sul prodotto.

LA POLITICA DI BILANCIO DEL 2003

L'area dell'euro

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche dell'area è cresciuto per il terzo anno consecutivo, risultando pari al 2,7 per cento del PIL contro il 2,3 del 2002; il deterioramento ha interessato la maggior parte dei paesi dell'area (tav. C1). In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2002 e la prima parte del 2003, il disavanzo sarebbe dovuto diminuire di 0,4 punti percentuali del PIL. In un contesto caratterizzato dal protrarsi di condizioni congiunturali sfavorevoli e peggiori di quelle previste nei programmi, i risultati di bilancio sono stati influenzati soprattutto dall'operare degli stabilizzatori automatici. L'ampliamento del disavanzo è stato limitato dal maggior ricorso, da parte di alcuni paesi, a misure correttive di natura temporanea.

Tav. C1

INDEBITAMENTO NETTO E DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO

(in percentuale del PIL)

Paesi	Indebitamento netto (1)				Debito			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Germania	1,2	2,8	3,5	3,9	60,2	59,4	60,8	64,2
Francia	1,4	1,6	3,3	4,1	57,2	56,8	58,9	63,3
Italia	1,8	2,6	2,3	2,4	111,2	110,6	107,9	106,2
Spagna	1,0	0,4	0,0	–0,3	61,2	57,5	54,6	50,8
Paesi Bassi	–1,5	0,0	1,9	3,2	55,9	52,9	52,6	54,8
Belgio	–0,2	–0,4	–0,1	–0,2	109,1	108,1	105,8	100,5
Austria	1,9	–0,2	0,2	1,1	67,0	67,1	66,6	64,9
Grecia	2,0	1,9	1,4	3,2	106,2	106,9	104,7	103,0
Finlandia	–7,1	–5,2	–4,3	–2,3	44,6	43,9	42,6	45,3
Irlanda	–4,4	–1,1	0,4	–0,2	38,4	36,1	32,3	32,4
Portogallo	3,2	4,4	2,7	2,8	53,3	55,6	57,9	59,9
Lussemburgo	–6,3	–6,3	–2,7	0,1	5,5	5,5	5,7	4,9
Area euro (2)	0,9	1,7	2,3	2,7	70,4	69,4	69,3	70,5

Fonte: Commissione europea ed Eurostat.

(1) I dati escludono i proventi delle licenze UMTS e includono gli effetti delle operazioni di swap e di *forward rate agreement*. – (2) Per omogeneità di confronto l'area dell'euro include la Grecia in tutti gli anni considerati.

Per tutti i paesi dell'area, con l'eccezione della Grecia, le stime del saldo di bilancio del 2003 attualmente disponibili sono sostanzialmente in linea con i valori notificati alla Commissione europea all'inizio dello scorso marzo. La Grecia ha recentemente stimato l'indebitamento netto del 2003 al 3,2 per cento del PIL contro l'1,7 allora indicato; peraltro, per questo paese, l'Eurostat non dispone ancora di tutte le informazioni necessarie alla certificazione dei dati del 2003.

È proseguita la discesa dell'avanzo primario dell'area, iniziata nel 2001. Tale saldo è stato pari allo 0,8 per cento del prodotto contro l'1,4 del 2002 e il 3,2 del 2000 (fig. C1). La spesa per interessi è ulteriormente diminuita, dal 3,7 per cento del PIL nel 2002 al 3,5 nel 2003.

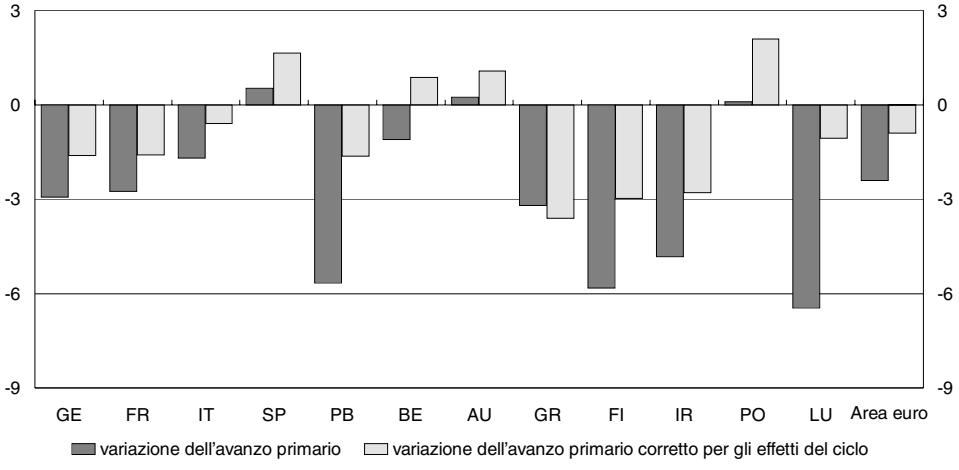
Il rapporto fra le spese primarie e il prodotto è aumentato di 0,9 punti percentuali, raggiungendo il 45,6 per cento; alla contenuta crescita del denominatore è corrisposto un aumento significativo della spesa per prestazioni sociali, in particolare delle erogazioni del comparto sanitario e di quelle connesse con la disoccupazione. L'incidenza degli investimenti sul prodotto è aumentata dal 2,4 al 2,6 per cento; escludendo gli introiti delle dismissioni immobiliari, contabilizzati in riduzione di questa posta di bilancio, essa è rimasta sostanzialmente stabile.

Le entrate complessive sono aumentate di 0,3 punti percentuali del PIL, al 46,4 per cento. La pressione fiscale è passata dal 41,8 al 42,0 per cento. La riduzione dell'incidenza delle imposte dirette sul PIL (–0,4 punti) è stata più che compensata dalla dinamica delle altre componenti. In particolare, le imposte in conto capitale sono aumentate di 0,3 punti del PIL, riflettendo soprattutto la crescita registrata in Italia in connessione con i condoni fiscali.

Fig. C1

VARIAZIONE DELL'AVANZO PRIMARIO NEL PERIODO 2001-03 NEI PAESI DELL'AREA DELL'EURO (1)

(in punti percentuali del PIL)



Fonte: Commissione europea.
(1) Le variazioni sono calcolate considerando i dati del 2000 come valore iniziale.

L'indebitamento netto è stato particolarmente elevato in Francia (4,1 per cento del PIL), in Germania (3,9), in Grecia (3,2), nei Paesi Bassi (3,2) e in Portogallo (2,8). I disavanzi della Francia e della Germania sono risultati superiori alla soglia del 3 per cento per il secondo anno consecutivo. Fra i paesi che non appartengono all'area dell'euro, il Regno Unito ha registrato un disavanzo pari al 3,2 per cento del PIL, contro l'1,6 del 2002.

I disavanzi della Francia, della Germania, della Grecia e del Portogallo riflettono, oltre alla fase congiunturale negativa, gli insufficienti progressi verso il pareggio del bilancio nel periodo 1998-2000, quando il quadro macroeconomico era relativamente favorevole. Nel caso dei Paesi Bassi, che avevano conseguito un avanzo nel periodo 1999-2000, il peggioramento del saldo registrato dal 2001 è stato determinato, oltre che dall'operare degli stabilizzatori automatici, dai significativi interventi di natura discrezionale attuati fino alla prima metà del 2002; successivamente sono state invece introdotte, in più riprese, misure di contenimento del disavanzo.

Nelle stime della Commissione europea il disavanzo dell'area corretto per gli effetti del ciclo economico è stato pari al 2,1 per cento del PIL, contro il 2,4 del 2002. Fra i paesi che nel 2002 non avevano una posizione di bilancio prossima al pareggio o in avanzo, l'Irlanda, i Paesi Bassi e il Portogallo hanno rispettato l'impegno, preso nell'ottobre del 2002 in sede di Eurogruppo, di conseguire un miglioramento del saldo corretto per gli effetti del ciclo pari ad almeno lo 0,5 per cento del PIL. L'incidenza sul prodotto dell'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo è aumentata nell'area dall'1,2 all'1,4 per cento; escludendo gli effetti delle principali misure di natura temporanea, tale incidenza è rimasta sostanzialmente stabile.

Si può stimare che nel 2003 le misure con effetti temporanei abbiano contenuto il disavanzo nell'area dell'euro di circa mezzo punto del prodotto (circa un terzo di punto nel 2002). Tali misure hanno interessato principalmente il Belgio, l'Italia e il Portogallo.

Nell'area dell'euro, nel 2003, il rapporto fra debito e prodotto è aumentato per la prima volta dopo il 1996; esso è stato pari al 70,5 per cento del PIL contro il 69,3 del 2002. Questo rapporto è cresciuto in misura particolarmente significativa in Francia (dal 58,9 al 63,3 per cento) e in Germania (dal 60,8 al 64,2 per cento). Con riferimento ai paesi con un debito superiore al prodotto, l'incidenza si è ridotta di 5,3 punti percentuali in Belgio e di 1,7 punti in Italia e in Grecia.

In connessione con i risultati di bilancio del 2002, il Consiglio della UE nel gennaio e nel giugno del 2003 avviava la Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti, rispettivamente, della Germania e della Francia. Contestualmente esso raccomandava a questi paesi di attuare, entro quattro

mesi, misure di correzione del saldo tali da riportare il disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento nel 2004.

Nei mesi di ottobre e di novembre la Commissione europea rilevava che i due paesi non avevano assunto iniziative in grado di dare piena attuazione alle indicazioni del Consiglio. Essa raccomandava di chiedere ai due paesi, per il 2004, una riduzione del disavanzo più ampia di quella programmata e contemporaneamente prospettava la concessione di una proroga di un anno, al 2005, del termine per porre fine alla situazione di "disavanzo eccessivo".

Il 25 novembre il Consiglio decideva di non accogliere le Raccomandazioni della Commissione e di tenere in sospeso la Procedura. La prosecuzione di quest'ultima avrebbe costituito un ulteriore passo verso l'imposizione di sanzioni. Nelle Conclusioni rivolte ai due paesi, il Consiglio comunque raccomandava di conseguire significative riduzioni dell'indebitamento netto corretto per gli effetti del ciclo economico nel biennio 2004-05 (complessivamente almeno 1,4 punti percentuali del prodotto per la Francia e 1,1 per la Germania) e prorogava al 2005 il termine per ridurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento.

In novembre il Consiglio direttivo della BCE esprimeva rammarico per le decisioni del Consiglio della UE; rilevava che la mancata aderenza alle regole e alle procedure previste dal Patto di stabilità e crescita può minare la credibilità del quadro istituzionale e la fiducia nella solidità delle finanze pubbliche dell'area dell'euro.

All'inizio del 2004 la Commissione si è rivolta alla Corte di giustizia europea affinché si pronunci sulla conformità al Trattato di Maastricht delle decisioni prese dal Consiglio della UE lo scorso 25 novembre.

L'Italia

La politica di bilancio. – Il *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) del luglio del 2002 aveva indicato nello 0,8 e nel 5,1 per cento del PIL gli obiettivi, rispettivamente, di indebitamento netto e di avanzo primario delle Amministrazioni pubbliche per il 2003 (tav. C2). Nel Documento si programmavano, inoltre, una riduzione della pressione fiscale di 0,4 punti percentuali (al 41,9 per cento) e un calo dell'incidenza del debito sul prodotto di 4,0 punti (al 104,5 per cento). La crescita dell'economia era valutata nel 2,9 per cento.

Nel settembre del 2002, la *Nota di aggiornamento* del DPEF rivedeva gli obiettivi: l'indebitamento netto veniva elevato all'1,5 per cento, l'avanzo primario ridotto al 4,5 per cento, il rapporto tra il debito e il prodotto fis-

sato al 105,0 per cento. Si teneva conto, in particolare, del peggioramento delle stime del disavanzo del 2002 (dall'1,1 al 2,1 per cento del PIL) e della nuova previsione della crescita per il 2003 (2,3 per cento). L'aggiornamento del *Programma di stabilità* del successivo mese di novembre confermava tale quadro programmatico.

Tav. C2

OBIETTIVI, STIME E CONSUNTIVO DEI CONTI PUBBLICI PER L'ANNO 2003

(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 2002)	. . . .	10,8	67,6	78,4	. . . .	2,9	1.325,3
in percentuale del PIL	. . . .	*0,8*	*5,1*	*5,9*	*104,5*		
Nota di aggiornamento del DPEF (settembre 2002)	36,0	19,6	58,6	78,2	. . . .	2,3	1.305,0
in percentuale del PIL	*2,8*	*1,5*	*4,5*	*6,0*	*105,0*		
Aggiornamento del Programma di stabilità (novembre 2002)	. . . .	. . . .	. . . .	. . . .	. . . .	2,3	1.305,0
in percentuale del PIL	. . . .	*1,5*	*4,5*	*6,0*	*105,0*		
Stime in corso d'anno							
Rtc e aggiornamento della RPP (aprile 2003)	42,0	30,1	41,3	71,4	. . . .	1,1	1.307,1
in percentuale del PIL	*3,2*	*2,3*	*3,2*	*5,5*	*105,9*		
DPEF (luglio 2003)	43,0	30,4	38,9	69,3	. . . .	0,8	1.303,7
in percentuale del PIL	*3,3*	*2,3*	*3,0*	*5,3*	*105,6*		
RPP e Nota di aggiornamento del DPEF (settembre 2003)	45,0	32,9	36,4	69,3	. . . .	0,5	1.300,2
in percentuale del PIL	*3,5*	*2,5*	*2,8*	*5,3*	*106,0*		
Aggiornamento del Programma di stabilità (novembre 2003)	. . . .	. . . .	. . . .	. . . .	. . . .	0,5	1.300,0
in percentuale del PIL	. . . .	*2,5*	*2,8*	*5,3*	*106,0*		
Consuntivo	42,7	31,8	37,5	69,3	1.381,4	0,3	1.300,9
in percentuale del PIL	*3,3*	*2,4*	*2,9*	*5,3*	*106,2*		

(1) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni mobiliari.

Per conseguire l'obiettivo stabilito per il 2003 il Governo presentava al Parlamento una proposta di manovra di bilancio con effetti riduttivi sul disavanzo tendenziale stimati in circa un punto percentuale del PIL. La principale componente della manovra era costituita da condoni fiscali, il cui gettito atteso era valutato in 8,0 miliardi. Le modifiche apportate dal Parlamento lasciavano sostanzialmente invariata l'entità della manovra (cfr. il riquadro: *I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 2003*, in

Bollettino Economico, n. 40, 2003). Nelle stime tendenziali dei conti pubblici un contributo consistente alla riduzione del disavanzo era inoltre atteso da operazioni di dismissione del patrimonio immobiliare pubblico.

Nei primi mesi del 2003 il fabbisogno risultava superiore alle attese. All'inizio di marzo veniva diffusa dall'Istat la valutazione dell'indebitamento netto del 2002, pari al 2,3 per cento del PIL, contro il 2,1 stimato dal Governo l'autunno precedente. Ad aprile, con la *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc), il Governo innalzava ulteriormente la previsione dell'indebitamento netto per il 2003, portandola al 2,3 per cento del PIL, e diminuiva quella dell'avanzo primario al 3,2. La stima della crescita economica era ridotta all'1,1 per cento.

Nella Rtc erano previsti rispetto al 2002 un incremento nominale delle spese correnti primarie del 4,5 per cento e un aumento della pressione fiscale di 0,2 punti percentuali, al 41,8 per cento. La Relazione precisava inoltre che dalle cartolarizzazioni immobiliari e dalle vendite degli immobili cartolarizzati nel 2001 erano attesi 6,5 miliardi nel 2003. Contestualmente, veniva ancora ridotta, a 1,8 punti, la flessione attesa dell'incidenza del debito sul prodotto, dal 106,7 al 105,9 per cento.

In luglio, con il DPEF per gli anni 2004-07, la stima dell'avanzo primario era ridotta al 3,0 per cento del prodotto, in connessione con l'ulteriore revisione al ribasso della valutazione relativa alla crescita dell'economia, allo 0,8 per cento. La previsione per l'indebitamento netto veniva mantenuta invariata, per effetto di una più favorevole stima degli esborsi per interessi.

In settembre, con la RPP per il 2004, il Governo portava la valutazione dell'indebitamento netto al 2,5 per cento del PIL e quella dell'avanzo primario al 2,8 per cento. Si teneva conto, da un lato, del risultato in termini di competenza dei condoni fiscali, notevolmente superiore a quello atteso, dall'altro, della decisione di rinviare al 2004 una parte considerevole del programma di dismissioni immobiliari. La valutazione della crescita dell'economia era portata allo 0,5 per cento.

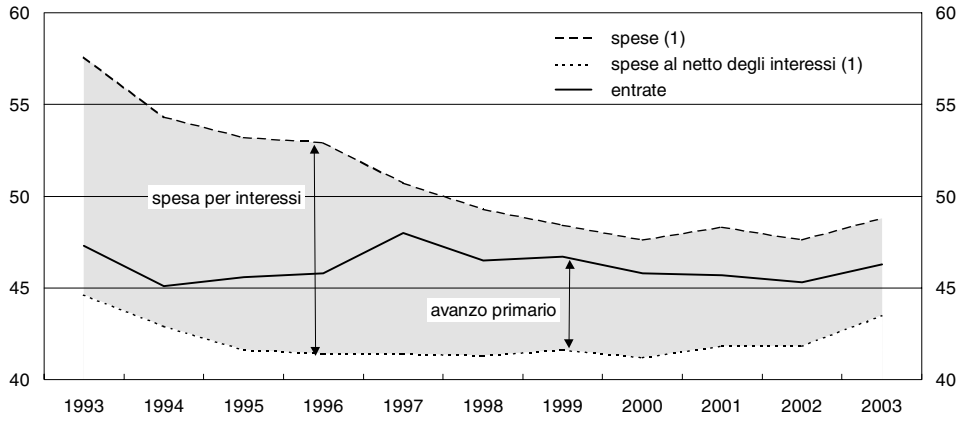
In dicembre il Governo introduceva un versamento, recuperabile nell'anno successivo, a carico delle banche che provvedono alla riscossione dei tributi. Tale versamento ha determinato un miglioramento di natura temporanea del disavanzo del 2003 pari a 2,7 miliardi (0,2 punti del PIL).

I risultati. – Nel 2003 il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è stato pari al 2,4 per cento del PIL, in lieve aumento rispetto al 2,3 del 2002. La spesa per interessi è diminuita dal 5,8 al 5,3 per cento del prodotto (tavv. C3 e aC1; fig. C2).

Fig. C2

ENTRATE E SPESE DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

(in percentuale del PIL)



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. Cfr. nell'Appendice la tav. aC1.

L'avanzo primario, proseguendo la tendenza in atto dal 1998, è diminuito dal 3,5 al 2,9 per cento del PIL, tornando sui livelli del 1993. Il calo ha riflesso l'aumento di 1,0 punti percentuali dell'incidenza sul PIL delle spese primarie correnti (dovuto sia alla crescita del numeratore, pari al 5,8 per cento, sia alla modesta dinamica del denominatore) e la flessione delle dismissioni del patrimonio immobiliare pubblico (dallo 0,9 allo 0,2 per cento del PIL), contabilizzate con segno negativo tra gli investimenti. In direzione opposta ha operato l'aumento dell'incidenza delle entrate (1,0 punti), sostenute dai condoni fiscali.

Si può valutare che la congiuntura economica abbia contribuito per la metà (0,3 punti percentuali del PIL) al peggioramento del saldo primario registrato nel 2003. Complessivamente, nell'ultimo biennio l'effetto sfavorevole è stato pari a 0,7 punti, a fronte di un calo dell'avanzo primario di un punto.

La stima si basa su una metodologia che tiene conto, oltre che del livello complessivo del prodotto, anche delle modifiche nella sua composizione (cfr. il capitolo della sezione C: La politica di bilancio del 2000 *nella Relazione sull'anno 2000). Trascurando gli effetti di composizione, che nel biennio 2002-03 hanno riflesso soprattutto l'andamento relativamente favorevole, rispetto a quello del prodotto, dell'occupazione dipendente e delle retribuzioni unitarie, l'impatto negativo delle condizioni cicliche sulla variazione dell'avanzo primario sale a 1,0 punti. Questa stima è in linea con quella più recente della Commissione europea (1,1 punti), basata su una metodologia di calcolo che non tiene conto delle modifiche nella composizione del PIL.*

Tav. C3

PRINCIPALI INDICATORI DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (1)

(in percentuale del PIL)

Voci	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Entrate	47,3	45,1	45,6	45,8	48,0	46,5	46,7	45,8	45,7	45,3	46,3
Spese (2) (3)	57,6	54,3	53,2	52,9	50,7	49,3	48,4	47,6	48,3	47,6	48,8
di cui: *interessi*	*13,0*	*11,4*	*11,5*	*11,5*	*9,4*	*8,0*	*6,7*	*6,5*	*6,5*	*5,8*	*5,3*
Avanzo primario (3)	2,8	2,1	3,9	4,4	6,7	5,2	5,0	4,6	3,9	3,5	2,9
Indebitamento netto (3).	10,3	9,3	7,6	7,1	2,7	2,8	1,7	1,8	2,6	2,3	2,4
Fabbisogno complessivo	11,0	9,8	7,2	7,5	1,8	2,6	1,3	2,2	4,0	3,4	2,8
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	11,0	10,1	7,7	7,8	2,9	3,3	3,3	3,5	4,3	3,5	4,1
Fabbisogno al netto di regolazioni e dismissioni mobiliari	10,3	9,6	7,5	7,1	2,9	3,1	2,8	3,1	3,6	3,1	3,4
Debito	118,7	124,8	124,3	123,1	120,5	116,7	115,5	111,2	110,6	107,9	106,2

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 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. Cfr. nell'Appendice la tav. aC1.

Le misure con effetti temporanei hanno ridotto l'indebitamento netto per circa 2 punti percentuali del PIL nel 2003, a fronte di 1,5 punti nel 2002 e 0,5 nel 2001. Tali stime si riferiscono ai principali interventi di bilancio; esse non tengono conto degli oneri connessi con gli incentivi agli investimenti, di difficile valutazione.

Le principali misure temporanee che hanno influito sull'indebitamento netto del 2003 includono: i condoni fiscali (1,5 per cento del PIL), le vendite di immobili pubblici (0,2), il versamento richiesto nel dicembre del 2003 alle banche concessionarie della riscossione dei tributi (0,2), i prelievi sostitutivi straordinari introdotti con la legge finanziaria per il 2002 (0,1), i versamenti relativi all'imposta sostitutiva sulle rivalutazioni di cespiti aziendali, introdotta nel 2000 e più volte prorogata, da ultimo con la legge finanziaria per il 2004 (0,1).

Nel 2002 le principali misure temporanee erano state: le dismissioni immobiliari (0,9 per cento del PIL), le operazioni di swap di interessi (0,2), la menzionata imposta sostitutiva sulle rivalutazioni di cespiti aziendali (0,1), il condono relativo al rientro dei capitali dall'estero (0,1) e il pagamento aggiuntivo richiesto alla fine del 2002 ai concessionari della riscossione dei tributi (0,1). Sull'indebitamento netto del 2001 avevano influito soprattutto le vendite di immobili pubblici (0,2 per cento del PIL) e le entrate dell'imposta sulle rivalutazioni di cespiti aziendali (0,4).

L'incidenza delle spese primarie correnti sul prodotto è aumentata dal 38,4 per cento del 2002 al 39,4, il livello più elevato nell'ultimo decennio. L'aumento rispetto al 2002 è attribuibile soprattutto alla crescita sostenuta

dei consumi intermedi (alla fine del 2002 oggetto di interventi restrittivi), dei redditi da lavoro (nello scorso anno interessati dai rinnovi contrattuali) e delle prestazioni sociali. Escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari (contabilizzati con segno negativo tra gli investimenti), le erogazioni in conto capitale sono rimaste invariate in rapporto al prodotto e le spese per investimenti sono aumentate del 6,9 per cento; in rapporto al prodotto queste ultime sono passate dal 2,8 al 2,9 per cento, proseguendo la tendenza all'aumento registrata dal 1995.

Nel 2003 i proventi delle cessioni di immobili sono stati pari a 2,7 miliardi, realizzati quasi interamente attraverso vendite dirette (di cui 1,0 miliardi riguardanti gli immobili oggetto dell'operazione di cartolarizzazione effettuata nel 2001 e non considerata ai fini del calcolo dell'indebitamento netto di quell'anno). Nel 2001 e nel 2002 le cessioni erano state, rispettivamente, pari a 2,0 e a 11,0 miliardi: le prime dovute interamente a vendite dirette; le seconde realizzate sia attraverso un'operazione di cartolarizzazione (6,6 miliardi) sia con vendite dirette (4,4 miliardi, di cui poco più della metà relativi alla cartolarizzazione effettuata nel 2001). Nel luglio del 2002 l'Eurostat ha definito i criteri in base ai quali le cartolarizzazioni vengono considerate vendite effettive o prestiti (cfr. il capitolo della sezione C: La politica di bilancio del 2002*, nella Relazione sull'anno 2002).*

Nel 2003 l'incidenza delle entrate sul PIL è salita dal 45,3 per cento al 46,3, riflettendo il forte aumento delle imposte in conto capitale (1,4 punti percentuali) solo in parte compensato dal calo delle entrate correnti (–0,4 punti). Tra le prime sono stati contabilizzati gli introiti di competenza relativi ai condoni fiscali introdotti con la legge finanziaria per il 2003 (19,3 miliardi) e alla riapertura dei termini del condono per il rientro dei capitali dall'estero (0,6 miliardi). Riguardo alle seconde, è di particolare rilievo la flessione dell'incidenza delle imposte dirette (–0,6 punti); su di essa hanno influito numerosi fattori, tra cui l'entrata in vigore del primo modulo della riforma dell'imposta personale sul reddito, la congiuntura economica sfavorevole e i riflessi degli incentivi in favore degli investimenti accordati negli anni precedenti (cfr. il capitolo: *L'andamento delle entrate e delle spese in Italia*).

Lo scorso anno i proventi incassati dai condoni fiscali introdotti con la legge finanziaria per il 2003 sono stati pari a circa 13 miliardi. Data la possibilità di rateizzare il pagamento, le entrate di competenza del 2003 includono anche la stima dei versamenti attesi nell'anno in corso e in quelli successivi, complessivamente pari a 6,3 miliardi.

I saldi finanziari e il debito pubblico. – In occasione della notifica alla Commissione europea dei dati di finanza pubblica, effettuata il 1° marzo, scorso le statistiche relative al fabbisogno e al debito delle Amministrazioni pubbliche sono state oggetto di rilevanti revisioni.

Le revisioni sono state determinate dalla disponibilità di nuove informazioni riguardanti l'ammontare dei conti correnti postali detenuti dal settore privato e, per importi inferiori, dalla verifica delle procedure utilizzate per individuare la consistenza dei titoli pubblici di proprietà degli Enti di previdenza delle Amministrazioni pubbliche (cfr. il riquadro: Le revisioni apportate alle statistiche sul fabbisogno e sul debito delle Amministrazioni pubbliche*, in* Bollettino Economico*, n. 42, 2004).*

L'impatto delle modifiche è stato significativo dal 1999. Includendo gli effetti delle revisioni statistiche di carattere ordinario, il fabbisogno è stato rivisto al rialzo per 1,6 miliardi nel 1999, 0,7 nel 2000, 5,2 nel 2001 e 5,0 nel 2002; negli stessi anni, il debito è aumentato, rispettivamente, di 6,3, 7,0, 12,2 e 17,8 miliardi. Le revisioni delle stime riguardanti il fabbisogno non hanno avuto effetti su quelle relative all'indebitamento netto.

Nel 2003 il fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche è stato pari a 36,4 miliardi (2,8 per cento del PIL), contro i 42,4 del 2002 (3,4 per cento; tavv. C3, C4, aC6, aC7 e aC8). La riduzione riflette l'aumento dei proventi delle dismissioni mobiliari (16,8 miliardi, contro 1,9) dovuto principalmente alle operazioni connesse con la trasformazione della Cassa depositi e prestiti in società per azioni (12,0 miliardi). Le regolazioni di debiti pregressi sono state pari a 8,5 miliardi (5,3 nel 2002), valore di poco superiore alla media del precedente quadriennio.

Tav. C4

SALDI E DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE
(milioni di euro)

Voci	2000	2001	2002	2003
Indebitamento netto (1)	21.359	32.262	28.403	31.832
Fabbisogno complessivo	25.726	48.364	42.409	36.360
Fabbisogno al netto di regolazioni e dismissioni mobiliari (2)	36.575	43.383	39.010	44.667
Debito	1.297.100	1.347.805	1.360.253	1.381.394
Per memoria:				
Regolazione debiti pregressi (2)	4.601	9.310	5.328	8.537
Dismissioni mobiliari (introiti –) (2)	–15.450	–4.329	–1.929	–16.844

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 e le dismissioni mobiliari si fa riferimento agli importi relativi alle Amministrazioni centrali.

Con riferimento alla copertura del fabbisogno, sono diminuite le emissioni nette di titoli a medio e a lungo termine (a 23,4 miliardi, da 31,8 nel 2002) e sono aumentate quelle di titoli a breve termine (6,1 miliardi, contro rimborsi netti per 0,4 miliardi nel 2002). La vita media residua del debito obbligazionario è tuttavia aumentata da 5,5 a 6,0 anni (cfr. il capitolo della sezione D: Il mercato dei valori mobiliari*). Sono stati rimborsati prestiti bancari per 5,2 miliardi (2,4 nel 2002). Le attività del Tesoro presso la Banca d'Italia sono state ridotte di 8,0 miliardi (erano diminuite di 2,2 nel 2002). I fondi raccolti con conti correnti postali detenuti da privati sono stati pari a 3,8 miliardi, in lieve flessione rispetto al 2002 (4,2 miliardi).*

Escludendo dismissioni mobiliari e regolazioni di debiti pregressi, l'incidenza del fabbisogno sul PIL è passata dal 3,1 al 3,4 per cento. Si può stimare che il complesso delle misure con effetti temporanei abbia ridotto il fabbisogno netto di circa 2 punti percentuali del PIL, valore analogo a quello del 2002.

I provvedimenti con effetti transitori che hanno interessato il fabbisogno senza incidere sull'indebitamento netto includono le operazioni di cartolarizzazione relative ai contributi dell'INPS e ai crediti dell'INPDAP (che hanno determinato introiti, rispettivamente, pari a 0,2 e 0,3 punti percentuali del PIL). Viceversa, sul fabbisogno non hanno influito le entrate attese dalle rate non ancora incassate dei condoni fiscali (pari allo 0,5 per cento del prodotto), che invece hanno ridotto l'indebitamento netto.

Il divario tra il fabbisogno netto e l'indebitamento netto è stato pari all'1,0 per cento del prodotto, in linea con i valori del periodo 1999-2002. Il fabbisogno al netto delle sole dismissioni è risultato superiore all'indebitamento netto di 1,6 punti percentuali del PIL, valore pari a quello medio del precedente quadriennio.

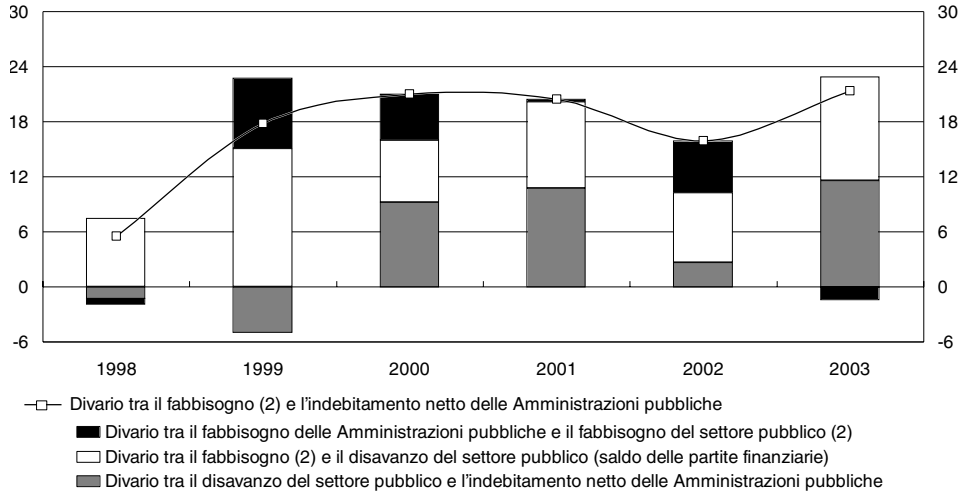
Il divario tra il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle sole dismissioni (calcolato dalla Banca d'Italia dal lato della copertura in termini di cassa) e l'indebitamento netto dello stesso settore (calcolato dall'Istat dal lato della formazione in termini di competenza economica), pari a circa lo 0,5 per cento del PIL tra il 1994 e il 1998, si è collocato su valori prossimi all'1,6 per cento nel quinquennio successivo (fig. C3). Il divario tra i due indicatori può essere ripartito in tre componenti: (a) il saldo delle partite finanziarie, che incide sul fabbisogno ma non sull'indebitamento netto (tale saldo è calcolato dal Ministero dell'Economia e delle finanze con riferimento al settore pubblico, un aggregato di enti che corrisponde sostanzialmente a quello delle Amministrazioni pubbliche); (b) lo scarto tra il disavanzo del settore pubblico (calcolato dal Ministero sottraendo al fabbisogno il saldo delle partite finanziarie) e l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche; tale scarto è riconducibile essenzialmente al diverso criterio contabile adottato nel computo dei due indicatori (la cassa per il disavanzo, la competenza per l'indebitamento); (c) 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 dal lato della formazione), che riflette soprattutto discrepanze statistiche connesse con le diverse fonti utilizzate (ulteriori chiarimenti metodologici sono contenuti nel capitolo della sezione C: La politica di bilancio del 2002*, nella Relazione sull'anno 2002).*

Nella media del periodo 1999-2003, circa la metà del divario complessivo è attribuibile al saldo delle partite finanziarie (oltre 0,8 punti percentuali del PIL), sempre in disavanzo, che è stato particolarmente elevato nel 1999 (15,1 miliardi) e nel 2003 (11,3); quasi un terzo (0,5 punti) è riconducibile alla differenza tra disavanzo di cassa e indebitamento di competenza, positiva dal 2000, che ha assunto particolare rilevanza nel 2001 (10,7 miliardi) e nel 2003 (11,6); la parte rimanente (0,3 punti) riflette la dif-

ferenza tra il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche e quello del settore pubblico, che risulta rilevante nel 1999 e, in minor misura, nel 2000 e nel 2002. Sono ancora in corso i lavori dell'Alta commissione istituita presso la presidenza del Consiglio dei ministri per verificare la coerenza tra le statistiche di finanza pubblica elaborate dall'Istat, dal Ministero dell'Economia e delle finanze e dalla Banca d'Italia.

Fig. C3

DIVARIO TRA IL FABBISOGNO E L'INDEBITAMENTO NETTO (1)
(miliardi di euro)



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 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.

Il debito delle Amministrazioni pubbliche è aumentato di 21,1 miliardi (tavv. C4, aC9, aC10 e aC11). L'effetto accrescitivo esercitato dal fabbisogno netto e dalle regolazioni debitorie (complessivamente pari a 53,2 miliardi) è stato contenuto dalle dismissioni mobiliari (16,8 miliardi), dall'utilizzo delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (8,0 miliardi), dall'emissione di titoli sopra la pari (che ha determinato un aumento del debito nominale inferiore di 3,9 miliardi all'ammontare dei fondi raccolti) e dall'apprezzamento dell'euro (che ha ridotto di 3,3 miliardi il controvalore delle passività denominate in altre valute).

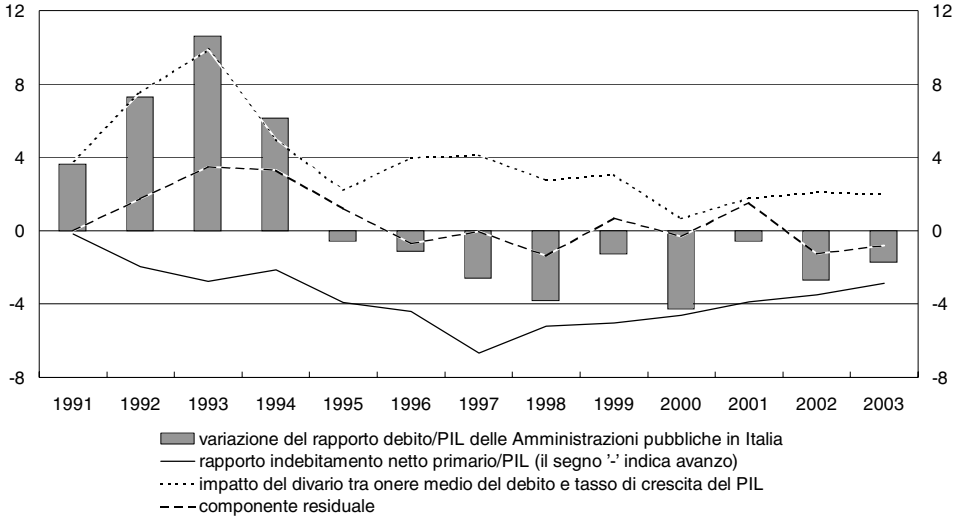
Il rapporto tra il debito delle Amministrazioni pubbliche e il PIL è diminuito di 1,7 punti, al 106,2 per cento (tav. C3 e fig. C4). La riduzione derivante dall'avanzo primario è stata compensata per circa due terzi dall'aumento attribuibile al differenziale tra l'onere medio del debito e la crescita nominale del prodotto. Tale differenziale è sceso lievemente in quanto il calo dell'onere medio del debito (dal 5,4 al 5,1 per cento) è stato superiore al rallentamento del PIL (dal 3,4 al 3,2 per cento). La componente residuale, somma algebrica della differenza tra la variazione del debito e il fabbisogno complessivo (–1,2 per cento del PIL) e di quella tra il fab-

bisogno complessivo e l'indebitamento netto (oltre 0,3 punti), ha ridotto il rapporto di 0,8 punti.

Fig. C4

VARIAZIONE DEL RAPPORTO TRA DEBITO PUBBLICO E PIL E SUE DETERMINANTI (1)

(in punti percentuali 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 trasformazione della Cassa depositi e prestiti in società per azioni. – Dal 12 dicembre del 2003 la Cassa depositi e prestiti è diventata una società per azioni e non è più classificata nel settore delle Amministrazioni pubbliche, ma fra gli intermediari finanziari non bancari (cfr. nell'Appendice il paragrafo della sezione *Principali provvedimenti: Disposizioni finanziarie e di ordinamento statale*).

La CDP finanzia le Amministrazioni pubbliche e gli organismi di diritto pubblico utilizzando il risparmio postale e l'emissione di titoli o altre operazioni finanziarie che possono fruire della garanzia dello Stato. La CDP inoltre finanzia la realizzazione di opere infrastrutturali volte alla fornitura di servizi pubblici ricorrendo, senza la garanzia dello Stato, a emissioni di titoli e ad altre operazioni finanziarie.

Prima della trasformazione le principali attività della Cassa erano costituite da depositi presso la Tesoreria (circa 180 miliardi) e da prestiti in favore di Amministrazioni pubbliche (oltre 70 miliardi); le passività riguardavano prevalentemente la raccolta postale (oltre 230 miliardi, considerando i buoni postali al valore di rimborso). Con la trasformazione, parte delle passività e delle attività dell'ente è stata trasferita allo Stato. L'attivo patrimoniale iniziale della nuova società per azioni includeva prestiti in favore di Amministrazioni pubbliche per 47,5 miliardi e depositi presso la Tesoreria per circa 30,5. Le passività erano principalmente costituite dalla parte del risparmio postale che non era stata trasferita al Ministero dell'Economia e delle finanze (80 miliardi, relativi a libretti e buoni postali).

La trasformazione della Cassa in società per azioni, il trasferimento di parte delle passività e delle attività dell'ente allo Stato e la riclassificazione della CDP hanno modificato in misura significativa la composizione del debito delle Amministrazioni pubbliche; l'impatto sul livello del debito e, contabilmente, sul fabbisogno è stato limitato (–0,6 miliardi; cfr. il riquadro: *La trasformazione della Cassa depositi e prestiti in società per azioni e gli effetti sul debito pubblico*, in *Bollettino Economico*, n. 42, 2004). Tuttavia, riduzioni consistenti del fabbisogno e del debito sono derivate dal trasferimento di partecipazioni azionarie dal Tesoro alla CDP (11,0 miliardi, a fronte di una riduzione dei depositi presso la Tesoreria) e dalla vendita da parte del Tesoro alle fondazioni bancarie del 30 per cento della CDP (1,0 miliardi).

In assenza delle operazioni relative alla trasformazione della Cassa, alla fine dello scorso anno le passività dell'ente avrebbero inciso sul debito pubblico per 154,1 miliardi, relativi in gran parte alla raccolta postale (pari a 152,9 miliardi, considerando i buoni postali al valore facciale di emissione). In conseguenza di tali operazioni, sono state invece incluse nel debito pubblico la parte attribuita allo Stato delle passività della Cassa (75,5 miliardi, quasi interamente relativi alla raccolta postale) e la parte delle attività attribuite alla CDP che questa vanta nei confronti di Amministrazioni pubbliche (78,0 miliardi, per depositi e prestiti).

Nelle statistiche pubblicate dalla Banca d'Italia, in base alle informazioni inizialmente disponibili, le attività della CDP in favore di Amministrazioni pubbliche erano state finora imputate per 30,5 miliardi al debito delle Amministrazioni centrali (per i depositi presso la Tesoreria) e per 47,5 miliardi a quello delle Amministrazioni locali (per i prestiti). Informazioni successive hanno determinato una riallocazione del debito fra i sottosettori delle Amministrazioni pubbliche: i prestiti della CDP sono ora attribuiti per 20,0 miliardi alle Amministrazioni locali e per 27,5 alle Amministrazioni centrali.

Sul fabbisogno consolidato delle Amministrazioni locali e delle Amministrazioni centrali, rispettivamente pari a 25,2 e a 11,2 miliardi nel 2003, si è riflessa contabilmente la riallocazione delle poste patrimoniali connesse con la trasformazione e la riclassificazione della Cassa. Escludendo gli effetti di tali riallocazioni, ma non quelli delle dismissioni mobiliari, il fabbisogno dei due sottosettori sarebbe stato, rispettivamente, pari a 5,2 e 31,8 miliardi.

L'ANDAMENTO DELLE ENTRATE E DELLE SPESE IN ITALIA

Le entrate delle Amministrazioni pubbliche

Le entrate delle Amministrazioni pubbliche, in termini di competenza economica, sono risultate pari a 602,8 miliardi, in aumento del 5,5 per cento rispetto al 2002; la loro incidenza sul PIL è passata dal 45,3 al 46,3 per cento (tavv. C5 e aC1).

Le entrate correnti, cresciute del 2,2 per cento, sono scese in rapporto al PIL di 0,4 punti percentuali, al 44,5 per cento. La flessione delle imposte dirette (–0,6 punti) e di quelle indirette (–0,2 punti) è stata solo in parte compensata dall'aumento dei contributi sociali effettivi (0,4 punti).

Le imposte dirette sono diminuite dello 0,9 per cento. Alla dinamica hanno contribuito, oltre alla situazione congiunturale sfavorevole, gli effetti dell'introduzione del primo modulo della riforma dell'imposta personale sul reddito e quelli delle agevolazioni per gli investimenti concesse negli anni precedenti al 2003.

Tav. C5

ENTRATE DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (1)
(in percentuale del PIL)

Voci	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Imposte dirette	16,0	14,9	14,7	15,3	16,0	14,4	15,0	14,6	15,0	14,2	13,6
Imposte indirette	12,0	11,8	12,1	11,8	12,4	15,3	15,1	15,0	14,5	14,7	14,5
Entrate tributarie correnti	**28,0**	**26,7**	**26,8**	**27,1**	**28,5**	**29,7**	**30,1**	**29,6**	**29,5**	**28,9**	**28,1**
Contributi sociali effettivi ..	13,5	13,2	13,0	14,6	14,9	12,5	12,4	12,4	12,3	12,5	12,9
Contributi sociali figurativi	1,8	1,9	1,7	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Entrate fiscali correnti ...	**43,3**	**41,7**	**41,6**	**42,2**	**43,8**	**42,5**	**42,9**	**42,3**	**42,1**	**41,7**	**41,3**
Imposte in c/capitale	0,7	0,1	0,6	0,3	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	1,6
Pressione fiscale	**44,0**	**41,8**	**42,2**	**42,5**	**44,5**	**42,9**	**43,0**	**42,4**	**42,2**	**41,9**	**42,8**
Altre entrate correnti	3,1	2,9	3,1	3,2	3,2	3,2	3,3	3,0	3,3	3,2	3,2
Altre entrate in c/capitale	0,2	0,3	0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3
Totale entrate ...	**47,3**	**45,1**	**45,6**	**45,8**	**48,0**	**46,5**	**46,7**	**45,8**	**45,7**	**45,3**	**46,3**

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. Cfr. nell'Appendice la tav. aC1.

Le imposte indirette sono cresciute dell'1,8 per cento; sono rimaste sostanzialmente invariate se si esclude il gettito del versamento effettuato a dicembre dalle banche concessionarie della riscossione, pari all'1 per cento delle somme introitate nell'anno precedente e recuperabile nell'anno successivo (2,7 miliardi). Sulla modesta crescita delle imposte indirette ha presumibilmente influito un aumento dei rimborsi d'imposta di competenza dell'anno, per i quali non sono ancora disponibili informazioni.

A fronte di un incremento delle retribuzioni lorde del 3,8 per cento, i contributi sociali effettivi sono cresciuti del 6,2; la loro incidenza sul PIL è passata dal 12,5 al 12,9 per cento.

I contributi sociali pagati dai datori di lavoro del settore privato sono aumentati del 5,5 per cento, a fronte di una crescita delle retribuzioni del 3,5; sulla dinamica ha influito la regolarizzazione di lavoratori subordinati extracomunitari (cfr. il capitolo della sezione B: Il mercato del lavoro*). I contributi sociali pagati dai lavoratori dipendenti sono cresciuti del 5,8 per cento, quelli degli autonomi del 5,7, anche per effetto dell'aumento di 0,2 punti percentuali dell'aliquota contributiva previdenziale (al 16,80 e al 17,19 per cento, rispettivamente, per gli artigiani e per i commercianti). I contributi sociali effettivi a carico delle Amministrazioni pubbliche sono aumentati dell'8,1 per cento, a fronte di un incremento delle retribuzioni del 4,4; vi ha influito il pagamento all'INPDAP di contributi arretrati per il personale supplente della scuola.*

Le entrate in conto capitale sono passate dallo 0,4 all'1,9 per cento del PIL, in connessione con i condoni fiscali introdotti con la legge finanziaria per il 2003 (19,3 miliardi, inclusi gli importi attesi dalle rate ancora da versare), con la proroga dello scudo fiscale (0,6 miliardi) e con i maggiori contributi agli investimenti ricevuti dalla UE (1,9 miliardi).

La pressione fiscale è tornata ad aumentare, passando dal 41,9 al 42,8 per cento (fig. C5). Le misure di natura temporanea hanno accresciuto le entrate per un ammontare valutabile in circa 2 punti percentuali del PIL, contro 0,6 punti nel 2002. Escludendo gli effetti di tali misure la pressione fiscale è diminuita di 0,5 punti.

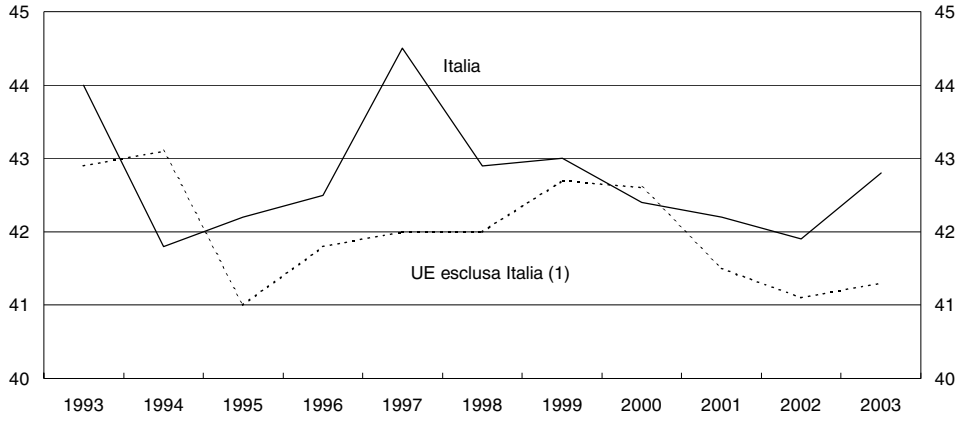
I principali tributi. – La dinamica dei singoli tributi è analizzata di seguito con riferimento alle entrate di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato (tav. aC5).

Le informazioni sulle entrate tributarie del conto economico delle Amministrazioni pubbliche necessarie per un'analisi dettagliata dei singoli tributi dell'anno precedente sono pubblicate annualmente dall'Istat nel corso dell'estate (in Conti e aggregati economici delle Amministrazioni pubbliche*). Prima di tale pubblicazione sono disponibili esclusivamente i dati di competenza giuridica (accertamenti) diffusi mensilmente dal Ministero*

dell'Economia e delle finanze (in Bollettino delle entrate tributarie*) e i dati di cassa rilevati e pubblicati mensilmente dalla Banca d'Italia (in* Supplementi al Bollettino Statistico – Indicatori monetari e finanziari – Finanza Pubblica*). I singoli tributi vengono di seguito analizzati sulla base dei dati di cassa per due motivi: tali dati sono sostanzialmente coerenti a livello annuale con quelli di competenza giuridica; sono disponibili in serie storiche più lunghe, dato che il Ministero ha riavviato la pubblicazione dei dati in termini di competenza giuridica nel 2002.*

Fig. C5

PRESSIONE FISCALE
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Commissione europea.
(1) Media ponderata in base al PIL dei dati relativi ai paesi che nel 2003 appartenevano alla UE. In seguito al passaggio al SEC95, la serie presenta una discontinuità fra il 1994 e il 1995.

Nel 2003, in base alle entrate di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato, le *imposte dirette* sono cresciute del 4,2 per cento (7,1 miliardi), sostanzialmente in linea con quanto risulta dai dati sugli accertamenti (3,8 per cento). Escludendo le somme relative ai condoni fiscali registrate nel bilancio (7,8 miliardi, pari a 0,6 punti percentuali del PIL) le imposte dirette sono diminuite dello 0,4 per cento (–0,7 per cento in base agli accertamenti).

Gli introiti dell'Irpef sono cresciuti del 3,3 per cento (3,9 miliardi). La componente relativa alle ritenute sui redditi da lavoro dipendente e assimilati è aumentata del 3,3 per cento (2,9 miliardi), registrando una dinamica inferiore a quella delle retribuzioni lorde (3,8 per cento) e delle pensioni (4,7 per cento). La crescita è stata contenuta dagli effetti dell'introduzione del primo modulo della riforma dell'imposta personale sul reddito, ufficialmente valutati per questa componente in 4,2 miliardi (cfr. il riquadro: *Il primo modulo della riforma dell'imposta sul reddito*, in *Bollettino Economico*, n. 40, 2003). La parte autoliquidata dell'imposta è aumentata del 3,1 per cento (0,6 miliardi). Il versamento a saldo è diminuito del 3,7 per cento (–0,2 miliardi) risentendo della fase congiunturale avversa e degli effetti delle agevolazioni per gli investimenti concesse negli anni precedenti. Le

somme versate in acconto sono cresciute del 5,4 per cento (0,8 miliardi), in connessione anche con il venir meno degli effetti di tali agevolazioni.

La dinamica dell'Irpeg (–2,4 per cento, pari a 0,7 miliardi) riflette la riduzione del saldo delle imposte dovute per il 2002, sul quale hanno influito lo sfavorevole andamento congiunturale e le agevolazioni per gli investimenti. Il versamento in acconto, che non risente di tali agevolazioni, è cresciuto dell'1,2 per cento (0,3 miliardi), in connessione con l'aumento dal 98,5 al 99 per cento della sua misura. In direzione opposta ha operato la riduzione dal 35 al 34 per cento dell'aliquota d'imposta per il 2003.

Gli introiti delle imposte sostitutive sugli interessi e sulle plusvalenze sono diminuiti del 16,8 per cento (–2,1 miliardi), risentendo della flessione dei tassi di interesse; alla dinamica ha contribuito anche il calo degli introiti relativi all'imposta sulle plusvalenze da cessioni d'azienda. È rimasto pressoché nullo il gettito relativo all'imposta sul risparmio gestito.

La diminuzione delle altre imposte dirette (–1,7 miliardi) deriva principalmente dal venir meno dell'acconto versato nel 2002 dai concessionari della riscossione a valere sugli obiettivi di incremento degli incassi mediante ruoli e dall'ulteriore riduzione degli introiti relativi alle imposte sostitutive introdotte con le manovre di bilancio degli ultimi anni (sulle rivalutazioni delle partecipazioni e dei beni aziendali, dei terreni e delle partecipazioni detenute dalle persone fisiche).

Le *imposte indirette* erariali sono cresciute in termini di cassa del 5,2 per cento (8,0 miliardi); tale dinamica è inferiore a quella risultante dai dati sugli accertamenti (6,0 per cento). Escludendo le somme direttamente imputabili ai condoni fiscali (3,1 miliardi, pari allo 0,2 per cento del PIL), l'incremento si riduce al 3,2 per cento (4,0 secondo i dati sugli accertamenti).

La dinamica delle imposte indirette è stata sostenuta dagli introiti del versamento a carico delle banche concessionarie della riscossione effettuato a dicembre (2,7 miliardi). La flessione delle entrate relative al lotto e alle lotterie (–22,8 per cento, pari a 2,0 miliardi) è stata più che compensata dall'andamento dell'IVA (3,7 per cento, 3,5 miliardi), dell'imposta di fabbricazione sugli oli minerali (1,8 per cento, 0,4 miliardi), di quella sul gas metano (31,5 per cento, 0,9 miliardi) e delle tasse sulle concessioni governative (44,4 per cento, 0,4 miliardi).

La crescita delle imposte di fabbricazione sugli oli minerali è stata contenuta dall'anticipo alla fine del 2002 di una parte dei versamenti dovuti nel gennaio del 2003. Il significativo aumento degli introiti dell'accisa sul gas metano è connesso con l'incremento del saldo relativo al 2002 versato nel mese di marzo.

L'imposta sul consumo dei tabacchi è rimasta pressoché invariata: all'aumento dei prezzi delle sigarette stabilito dai produttori sono corrisposti un calo dei consumi e una riallocazione degli stessi in favore delle marche meno costose.

Le spese delle Amministrazioni pubbliche

Le spese delle Amministrazioni pubbliche sono risultate pari a 634,6 miliardi, in aumento del 5,8 per cento rispetto al 2002; la loro incidenza sul PIL è passata dal 47,6 al 48,8 per cento (tavv. C6 e aC1). Se si escludono i proventi derivanti dalle cessioni di immobili del patrimonio pubblico (11,0 miliardi nel 2002 e 2,7 nel 2003), contabilizzati in riduzione degli investimenti, le spese complessive sono cresciute del 4,3 per cento, dal 48,5 al 49,0 per cento del prodotto. La spesa per interessi è scesa dal 5,8 al 5,3 per cento del PIL. È ulteriormente aumentata l'incidenza delle uscite correnti primarie, dal 38,4 al 39,4 per cento (fig. C6); le spese in conto capitale, escludendo i proventi delle dismissioni, sono rimaste invariate al 4,3 per cento del prodotto.

Tav. C6

SPESE DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (1)

(in percentuale del PIL)

Voci	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Redditi da lavoro dipendente	12,3	11,9	11,2	11,5	11,6	10,7	10,6	10,6	10,8	10,8	11,0
Consumi intermedi	5,2	5,2	4,8	4,8	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,0	5,3
Prestazioni sociali in natura acquisite sul mercato	2,4	2,2	2,0	2,0	2,1	2,1	2,1	2,4	2,6	2,6	2,6
Prestazioni sociali in denaro	17,0	17,3	16,7	16,9	17,3	17,0	17,1	16,8	16,6	17,0	17,2
Interessi	13,0	11,4	11,5	11,5	9,4	8,0	6,7	6,5	6,5	5,8	5,3
Altre spese correnti	3,3	2,7	2,3	2,5	2,2	2,9	2,8	2,8	2,8	2,9	3,2
Totale spese correnti	**53,3**	**50,6**	**48,5**	**49,1**	**47,2**	**45,4**	**44,4**	**43,9**	**44,4**	**44,2**	**44,7**
Investimenti fissi lordi (2)	2,6	2,3	2,1	2,2	2,2	2,4	2,4	2,4	2,5	1,9	2,6
Altre spese in conto capitale (3)	1,7	1,5	2,5	1,6	1,3	1,5	1,6	1,3	1,4	1,6	1,4
Totale spese in conto capitale (2) (3)	**4,3**	**3,7**	**4,6**	**3,8**	**3,5**	**3,9**	**4,0**	**3,7**	**3,9**	**3,4**	**4,1**
Totale spese (2) (3)	**57,6**	**54,3**	**53,2**	**52,9**	**50,7**	**49,3**	**48,4**	**47,6**	**48,3**	**47,6**	**48,8**
di cui: *spese al netto degli interessi* (2) (3)	*44,6*	*42,9*	*41,6*	*41,4*	*41,4*	*41,3*	*41,6*	*41,2*	*41,8*	*41,8*	*43,5*

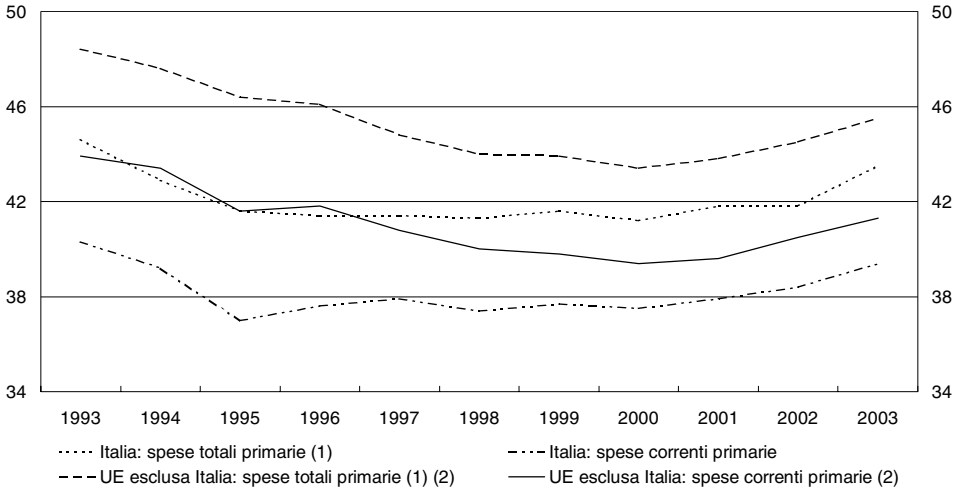
Fonte: elaborazioni su dati Istat.

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. Cfr. nell'Appendice la tav. aC1. – (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. C6

SPESE PRIMARIE: TOTALI E CORRENTI

(in percentuale del PIL)



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 dei dati relativi ai paesi che nel 2003 appartenevano alla UE. In seguito al passaggio al SEC95, le serie presentano una discontinuità fra il 1994 e il 1995.

Gli interessi passivi. – L'incidenza di questa voce di spesa sul PIL è diminuita significativamente per il secondo anno consecutivo (–0,7 punti percentuali nel 2002 e –0,5 nel 2003). L'onere medio del debito (il rapporto tra la spesa per interessi e la consistenza iniziale delle passività), rimasto pressoché stabile al 6,0 per cento nel triennio 1999-2001, è sceso al 5,4 per cento nel 2002 e al 5,1 nel 2003, in connessione con la diminuzione dei tassi di interesse e con l'estinzione di titoli con cedole relativamente elevate (fig. C7). Inoltre, in riduzione della spesa hanno influito operazioni di swap per 1,9 e 0,6 miliardi, rispettivamente, nel 2002 e nel 2003.

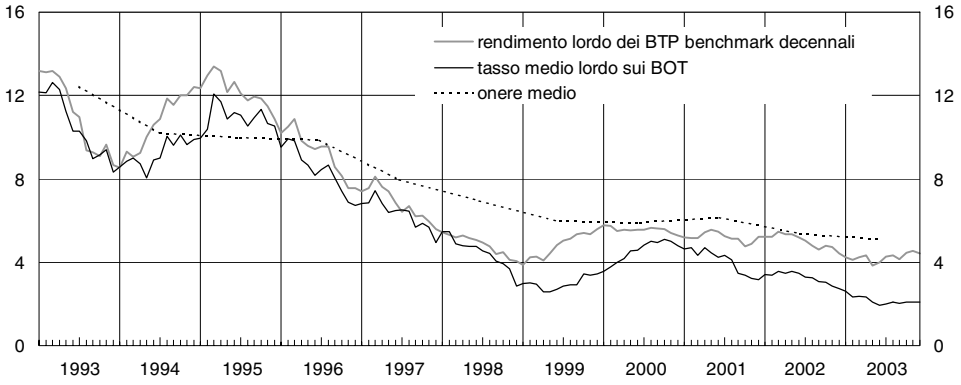
Tra il mese di ottobre del 2000 e il mese di giugno del 2003 il tasso medio lordo sulle tre scadenze dei BOT è diminuito dal 5,1 all'1,9 per cento; alla fine dello scorso anno è risalito lievemente, al 2,1. Il rendimento lordo dei BTP decennali, pari al 5,7 per cento nel settembre del 2000, è sceso fino al 3,7 nel mese di giugno del 2003, per risalire alla fine dell'anno al 4,4. Nel 2001 e nel 2002 sono scaduti BTP decennali, con cedole intorno al 12 per cento, per un valore nominale pari, complessivamente, a 30,2 miliardi. Nel 2003 sono giunti a scadenza ulteriori 24,8 miliardi di BTP decennali, con cedole comprese tra l'8,5 e il 12 per cento.

Il differenziale tra i tassi di interesse a lungo termine e quelli a breve termine si è progressivamente ampliato dal 2000, sia in Italia sia nel complesso dell'area dell'euro. In Italia il differenziale tra il rendimento lordo dei BTP decennali e il tasso medio lordo sulle tre scadenze dei BOT è passato da un valore medio annuo di 1,1 punti percentuali nel 2000 a 2,1 nel 2003.

Fig. C7

RENDIMENTO LORDO DEI BTP DECENNALI, TASSO MEDIO LORDO SUI BOT E ONERE MEDIO DEL DEBITO

(valori percentuali)



All'ampliamento del differenziale è corrisposto un aumento della quota dei titoli a breve termine sul totale dei titoli: dal 9,2 per cento nel 2000 al 10,2 nel 2003, in Italia; dall'11,5 al 13,1, nell'area dell'euro. In Italia la quota dei titoli a breve termine e a tasso variabile è invece scesa, dal 30,4 per cento nel 2000 al 27,0 nel 2003, proseguendo una tendenza in atto da oltre un decennio.

All'inizio degli anni novanta un aumento di un punto percentuale dei tassi all'emissione si sarebbe riflesso quasi interamente sull'onere medio del debito in circa quattro anni. Sulla base dell'attuale struttura del debito, si può stimare che un equivalente aumento determini, nello stesso anno, una crescita dell'onere medio pari a circa 0,2 punti. Nel secondo anno l'onere medio salirebbe di altri 0,25 punti; sia nel terzo sia nel quarto anno si realizzerebbero ulteriori aumenti pari, approssimativamente, a 0,1 punti.

Le prestazioni sociali in denaro. – L'incidenza di queste erogazioni sul prodotto è aumentata di 0,2 punti percentuali, al 17,2 per cento. La dinamica (4,8 per cento, contro il 5,8 del 2002) riflette quella della spesa per pensioni e rendite (4,7, contro il 6,2 del 2002); in rapporto al PIL, quest'ultima spesa è salita dal 15,4 al 15,7 per cento.

Sul rallentamento della spesa per pensioni e rendite hanno influito: a) l'adeguamento automatico delle pensioni alla dinamica dei prezzi, passato dal 3,0 per cento del 2002 al 2,2 (l'incremento concesso nel 2003, sulla base di una stima provvisoria dell'inflazione del 2002, è stato pari al 2,4 per cento; di contro, sono venute meno, con un effetto di –0,2 punti, le somme una tantum pagate nel 2002 per compensare la differenza tra il tasso d'inflazione effettivo e quello utilizzato in via provvisoria per l'adeguamento dei trattamenti nel 2001); b) l'integrazione a 516,46 euro mensili degli importi di alcune prestazioni previdenziali e assistenziali disposta dalla legge finanziaria per il 2002, che aveva sostenuto la crescita della spesa in quell'anno.

Sulla dinamica del numero delle pensioni hanno influito, con effetti opposti: a) l'aumento nel 2003 (da 55 a 56 anni) dell'età minima per il pensionamento di anzianità dei lavoratori dipendenti del settore pubblico con un'anzianità contributiva di 35 anni; b) l'aumento nel 2001 (da 55 a 56 anni per i dipendenti privati, da 54 a 55 per i dipendenti pubblici e da 57 a 58 per i lavoratori autonomi) del requisito di età per il pensionamento in presenza di un'anzianità contributiva di 35 anni, per effetto del quale alcuni lavoratori hanno dovuto posticipare il pensionamento dal 2002 al 2003. Le scelte di pensionamento dei lavoratori potrebbero, inoltre, aver risentito dell'estensione, disposta con la legge finanziaria per il 2003, del regime di totale cumulabilità tra reddito da lavoro e pensione di anzianità a coloro che abbiano raggiunto un'anzianità contributiva di 37 anni e 58 anni di età.

La componente assistenziale della spesa per pensioni è cresciuta del 7,6 per cento, contro il 20,6 del 2002, riflettendo l'aumento della spesa per i trattamenti di invalidità (9,1 per cento nel 2003, contro il 23,4 nel 2002), sulla quale ha ancora influito lo smaltimento di pratiche arretrate. L'incidenza sul PIL è rimasta costante all'1,2 per cento.

Il complesso degli esborsi per le indennità di disoccupazione e di mobilità e per la Cassa integrazione guadagni è aumentato per il secondo anno consecutivo (10,5 per cento nel 2002 e 4,3 nel 2003); la crescita nel 2003 riflette l'incremento delle ore autorizzate di CIG nel settore industriale. La spesa per gli assegni familiari è cresciuta dello 0,9 per cento; quella per le indennità di fine rapporto dei dipendenti pubblici del 10,3, dopo essersi ridotta significativamente nel 2001 e nel 2002.

I redditi da lavoro dipendente. – Gli esborsi sono aumentati del 5,3 per cento, passando dal 10,8 all'11,0 per cento del PIL. Le retribuzioni lorde sono cresciute del 4,4 per cento. Escludendo i militari di leva, l'occupazione è rimasta pressoché costante; l'incremento delle retribuzioni unitarie (circa il 4,4 per cento) è stato sospinto dal rinnovo dei contratti relativi al biennio 2002-03 per circa un terzo dei dipendenti pubblici, che ha comportato significativi esborsi per arretrati. Gli oneri sociali a carico delle Amministrazioni pubbliche sono cresciuti del 7,3 per cento.

Nel corso del 2003 sono stati perfezionati i rinnovi dei contratti di lavoro in quattro comparti del pubblico impiego; essi hanno interessato circa 1,2 milioni di dipendenti. Nel mese di maggio è stato concluso il contratto per il personale non docente dell'Università (circa 60.000 dipendenti) relativo al biennio 2000-01. Gli altri tre contratti hanno riguardato il biennio 2002-03. Il contratto dei dipendenti ministeriali (circa 190.000) è stato perfezionato nel mese di luglio; sono stati corrisposti arretrati per un importo medio pari a circa 1.200 euro. Il rinnovo contrattuale per i dipendenti della scuola (circa 900.000) è stato concluso nel mese di agosto; gli arretrati sono stati pari in media a circa 1.500 euro. Infine, nel mese di dicembre è stato perfezionato il contratto dei dipendenti degli enti pubblici non economici (circa 60.000). Nei primi mesi del 2004 sono stati conclusi i rinnovi contrattuali dei comparti della sanità (circa 570.000 dipendenti) e degli enti territoriali (circa 580.000 dipendenti). In tutti i comparti gli aumenti retributivi sono stati pressoché in linea con quanto stabilito, per l'intero pubblico impiego, nel protocollo d'intesa siglato dal Governo e dai sindacati nel febbraio del 2002 (5,7 per cento complessivamente per il biennio 2002-03).

Altre voci della spesa corrente. – L'incidenza di queste componenti di spesa sul PIL è aumentata di 0,5 punti percentuali, all'11,1 per cento. I consumi intermedi hanno registrato un tasso di crescita particolarmente elevato (8,8 per cento, contro l'1,7 del 2002); la loro quota sul PIL è salita dal 5,0 al 5,3 per cento. Tale spesa è aumentata significativamente in tutti i sottosettori delle Amministrazioni pubbliche. La crescita è stata particolarmente rilevante nelle Amministrazioni centrali, dove è risultata pari al 16,3 per cento (contro –6,4 nel 2002; tav. aC2). Sull'aumento hanno influito slittamenti di spesa dal 2002 connessi con le restrizioni attuate dal Governo nell'ultima parte di quell'anno.

Le prestazioni sociali in natura sono cresciute dello 0,5 per cento, contro il 5,7 del 2002; la dinamica è stata contenuta dalla notevole riduzione della spesa farmaceutica, che costituisce circa un terzo del totale delle erogazioni (cfr. il paragrafo: Le Amministrazioni locali). Le altre spese correnti sono aumentate del 13,4 per cento, dal 2,9 al 3,2 per cento del prodotto. Esse includono i trasferimenti alla UE relativi alla quarta risorsa, passati da 7,2 a 8,8 miliardi, e i contributi alla produzione.

Le spese in conto capitale. – Escludendo i proventi derivanti dalla vendita di immobili del patrimonio pubblico effettuata con operazioni di cartolarizzazione (8,9 miliardi nel 2002 e 1,2 nel 2003) e con procedure ordinarie (2,1 miliardi nel 2002 e 1,5 nel 2003), la spesa per investimenti è aumentata del 6,9 per cento (8,1 nel 2002); l'incidenza sul PIL è salita dal 2,8 al 2,9 per cento.

I contributi agli investimenti sono diminuiti del 2,9 per cento; erano aumentati del 13,6 nel 2002, in connessione con le agevolazioni per gli investimenti nelle aree svantaggiate e per l'occupazione introdotte con la manovra di bilancio per il 2001. L'incidenza sul PIL è tornata sul livello del 2001 (1,3 per cento), dopo essere salita all'1,4 nel 2002.

I trasferimenti alle imprese. – Il complesso delle erogazioni in favore delle imprese, ottenuto aggregando i contributi alla produzione e la parte loro destinata dei trasferimenti correnti, dei contributi agli investimenti e degli altri trasferimenti in conto capitale, è aumentato dello 0,9 per cento, a 30,8 miliardi; l'incidenza sul prodotto è rimasta stabile al 2,4 per cento. La componente di parte corrente è cresciuta del 5,7 per cento (dall'1,2 all'1,3 per cento del PIL); quella in conto capitale è diminuita del 4,1 (dall'1,2 all'1,1 per cento del prodotto).

Nel 2003 circa il 60 per cento delle erogazioni di parte corrente e quasi la metà di quelle in conto capitale hanno riguardato le Amministrazioni locali; la parte rimanente, complessivamente 14,2 miliardi, ha riguardato le Amministrazioni centrali.

Indicazioni sulla composizione delle spese delle Amministrazioni centrali possono essere desunte dai dati di cassa contabilizzati nel bilancio dello Stato. Secondo tali dati, i trasferimenti correnti alle imprese nel 2003 sono stati pari a 5,0 miliardi; di questi circa 2,7 sono stati destinati a società di servizi pubblici, 0,9 a scuole e università non statali, 0,2 ai servizi ferroviari in concessione; la parte rimanente è stata ripartita tra numerose altre categorie di beneficiari. Con riferimento alla componente in conto capitale, i contributi alle imprese sono stati pari a 9,1 miliardi. Essi hanno riguardato crediti di imposta connessi con le agevolazioni per gli investimenti nelle aree svantaggiate e per l'occupazione per 3,9 miliardi, dei quali solo 1,7 sono stati utilizzati dai contribuenti nel 2003. I rimanenti contributi sono stati destinati principalmente a: agevolazioni per imprese industriali (circa un miliardo), società di servizi pubblici (0,7 miliardi), Fondo agevolazioni ricerca IMI (0,6 miliardi) e industria navalmeccanica (0,6 miliardi).

Le Amministrazioni locali

L'indebitamento netto delle Amministrazioni locali è risultato pari allo 0,2 per cento del PIL (tav. aC3). Proseguendo una tendenza espansiva in atto dalla metà degli anni novanta, le spese hanno raggiunto il 15,0 per cento del PIL; le entrate sono salite al 14,8 per cento del prodotto.

Le entrate totali, pari a 192,3 miliardi, sono cresciute del 7,4 per cento. La quota di entrate diverse dai trasferimenti pubblici si è ulteriormente ampliata sia in rapporto al PIL (dall'8,2 all'8,7 per cento) sia in rapporto alle entrate totali delle Amministrazioni pubbliche (dal 18,0 al 18,8 per cento).

La crescita delle entrate correnti (3,9 per cento, 6,4 miliardi) è stata sostenuta dalla componente tributaria: le imposte dirette sono aumentate dell'11,8 per cento (2,8 miliardi), in relazione al maggiore gettito delle addizionali all'Irpef regionali e comunali; quelle indirette del 3,6 per cento (2,1 miliardi), sospinte dagli introiti relativi all'IRAP. I trasferimenti correnti sono rimasti sostanzialmente stabili; dal 1998 la loro incidenza sul PIL è divenuta inferiore a quella delle entrate tributarie.

Tra le imposte dirette delle Amministrazioni locali, è aumentato il gettito delle addizionali all'Irpef sia regionali sia comunali (rispettivamente da 5,0 a 6,2 miliardi e da 1,1 a 1,6; tav. C7). L'andamento è connesso con le maggiorazioni di aliquota applicate da diverse Amministrazioni sull'imposta dovuta per il 2002 che, dati i meccanismi di versamento, hanno avuto effetto sul gettito del 2003 (cfr. il paragrafo della sezione C: Le Amministrazioni locali, *nella Relazione sull'anno 2002); sul gettito dell'addizionale comunale ha inciso anche il maggior numero di enti che ha istituito tale prelievo.*

Tav. C7

ENTRATE CORRENTI DEGLI ENTI TERRITORIALI (1)

(milioni di euro)

Voci	2001	2002	2003
Imposte dirette	**20.671**	**24.102**	**26.942**
Regioni (2)	18.569	21.603	23.913
di cui: *addizionale all'Irpef*	*4.430*	*4.975*	*6.166*
tasse automobilistiche (famiglie)	*3.227*	*3.086*	*....*
Comuni	2.102	2.499	3.029
di cui: *addizionale all'Irpef*	*715*	*1.096*	*1.572*
ICI (aree edificabili)	*953*	*970*	*....*
Imposte indirette	**55.707**	**57.371**	**59.534**
Regioni (2)	40.288	40.403	41.654
di cui: *IRAP*	*31.287*	*32.072*	*33.590*
quota regionale accisa su benzina	*2.171*	*1.596*	*1.206*
tasse automobilistiche (imprese)	*791*	*682*	*....*
addizionale imposta gas metano	*651*	*659*	*....*
tributo speciale per deposito in discarica dei rifiuti	*303*	*304*	*....*
Province	3.169	3.552	4.198
di cui: *imposta sull'assicurazione RC auto*	*1.517*	*1.854*	*....*
imposta di trascrizione al PRA	*1.057*	*1.079*	*....*
Comuni	12.250	13.416	13.682
di cui: *ICI (al netto aree edificabili)*	*8.744*	*9.245*	*....*
imposta sulla pubblicità e diritti affissioni pubbliche	*396*	*403*	*....*
Trasferimenti da enti pubblici (consolidati)	**55.121**	**54.205**	**53.679**
Regioni	42.817	42.921	42.307
di cui: *compartecipazione all'IVA*	*19.800*	*28.370*	*30.328*
Province	2.750	2.718	2.796
Comuni	16.628	16.024	16.320
Altre entrate correnti	**14.446**	**15.201**	**16.620**
Regioni	3.369	3.074	3.759
Province	1.316	1.382	1.758
Comuni	9.761	10.745	11.103
Totale entrate correnti	**145.945**	**150.879**	**156.775**

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.

La crescita nel 2003 delle imposte indirette è in larga parte attribuibile al gettito dell'IRAP (passato da 32,1 a 33,6 miliardi). In direzione opposta ha agito l'ulteriore flessione degli introiti legati all'accisa sulla benzina (da 1,6 a 1,2 miliardi).

Con riferimento alla possibilità per gli enti territoriali di variare la misura del prelievo di alcuni tributi locali, si rileva che la legge finanziaria per il 2003 ha sospeso gli effetti dei provvedimenti regionali successivi al 29 settembre del 2002 con cui sono state innalzate le aliquote delle addizionali all'Irpef e quelle dell'IRAP; la sospensione si applica anche alle delibere comunali, adottate nello stesso periodo, che hanno istituito l'addizionale all'Irpef o ne hanno incrementato l'aliquota. La legge finanziaria per il 2004 ha disposto che la sospensione abbia effetto fino al prossimo mese di dicembre.

Gli enti territoriali beneficiano di alcune compartecipazioni al gettito dei tributi erariali che la contabilità nazionale rileva fra i trasferimenti da enti pubblici. Nel 2003 le Regioni sono state interessate da una crescita delle assegnazioni spettanti a titolo di compartecipazione all'IVA (da 28,4 a 30,3 miliardi). Nel 2003 è stata attribuita alle Province una compartecipazione dell'1 per cento al gettito dell'Irpef; per i Comuni la compartecipazione all'Irpef è in vigore dal 2002, in misura pari al 4,5 per cento per il primo anno di applicazione e al 6,5 per il 2003 (cfr. nell'Appendice delle Relazioni sugli anni 2001 e 2002 il paragrafo della sezione Principali provvedimenti: Finanza decentrata*).*

Le entrate in conto capitale sono cresciute del 44,8 per cento (6,9 miliardi). Sulle maggiori entrate da altri enti del settore delle Amministrazioni pubbliche (3,5 miliardi), comprensive sia di contributi agli investimenti sia di trasferimenti di altra natura, hanno influito i finanziamenti al comparto sanitario; la crescita delle imposte in conto capitale e degli altri contributi agli investimenti (aumentati di 2,0 e 1,4 miliardi) è riconducibile, rispettivamente, agli introiti dei condoni fiscali e alle assegnazioni legate ai fondi europei.

Le spese delle Amministrazioni locali, pari a 195,5 miliardi, sono cresciute del 4,5 per cento; il loro peso sul totale delle uscite delle Amministrazioni pubbliche è diminuito dal 31,2 al 30,8 per cento.

Le uscite correnti sono aumentate del 4,0 per cento (6,2 miliardi). I consumi intermedi e la spesa per il personale sono cresciuti rispettivamente del 6,3 e del 2,2 per cento (2,8 e 1,3 miliardi); le prestazioni sociali in natura, riguardanti prevalentemente il comparto sanitario, sono rimaste pressoché stabili.

Nel conto delle Amministrazioni pubbliche la spesa sanitaria è inclusa fra le spese del sottosettore delle Amministrazioni locali, responsabili dell'erogazione delle prestazioni; essa è contabilizzata principalmente tra i redditi da lavoro dipendente, i consumi intermedi e le prestazioni sociali in natura.

Nel complesso la spesa sanitaria è cresciuta del 2,5 per cento nel 2003, a fronte del 4,1 nel 2002. L'incidenza sul prodotto è rimasta stabile al 6,3 per cento. La spesa per l'acquisto di beni e servizi è aumentata del 7,7 per cento, quella per il personale dello 0,9, anche a seguito della mancata definizione dei rinnovi contrattuali dei dipendenti del settore. Gli esborsi connessi con le prestazioni di medicina generale sono cresciuti del 5,0 per cento. La spesa farmaceutica, aumentata significativamente nel 2000 e nel 2001, è

cresciuta dell'1,9 per cento nel 2002 ed è diminuita del 6,2 per cento nel 2003. Su tale flessione hanno influito le misure introdotte negli anni scorsi dal Governo e dalle Regioni. Tali provvedimenti comportavano il contenimento del prezzo dei farmaci, la reintroduzione di ticket, la riclassificazione di alcuni medicinali nel prontuario e la distribuzione diretta dei farmaci (le erogazioni connesse con tale distribuzione sono contabilizzate fra le spese per l'acquisto di beni e servizi).

Il disavanzo del settore sanitario, posto a carico delle Regioni, è sceso a 1,8 miliardi (0,1 per cento del PIL). È stato pari a 3,2, 3,9 e 2,7 miliardi, rispettivamente, nel 2000, 2001 e 2002 (0,3 per cento del prodotto nel 2000 e 2001 e 0,2 nel 2002).

Le uscite in conto capitale sono aumentate del 6,5 per cento (2,2 miliardi), sospinte dalla crescita degli investimenti fissi (6,7 per cento, pari a 1,6 miliardi) e dei contributi agli investimenti (6,8 per cento, 0,6 miliardi).

Le norme di applicazione del Patto di stabilità interno sono state ulteriormente modificate per gli Enti locali: gli obiettivi per il 2003 sono stati definiti con riferimento al saldo finanziario anziché alle spese. Per le Regioni sono invece rimasti in vigore i vincoli alle erogazioni (cfr. nell'Appendice il paragrafo della sezione *Principali provvedimenti: Finanza decentrata*).

Nel 2003 il debito delle Amministrazioni locali nei confronti di soggetti esterni al comparto delle Amministrazioni pubbliche è salito da 45,3 a 70,4 miliardi. L'incidenza sul PIL è cresciuta dal 3,6 al 5,4 per cento (tav. aC12). L'aumento riflette per 1,5 punti l'inclusione dei prestiti della CDP (cfr. il capitolo: *La politica di bilancio del 2003*). La parte rimanente è dovuta all'incremento delle passività delle Regioni (0,2 punti) e di quelle degli Enti locali (0,1 punti).

In rapporto al prodotto delle rispettive aree geografiche, il debito delle Amministrazioni locali (tav. aC13), escludendo per omogeneità di confronto i prestiti della CDP, è cresciuto significativamente nel Mezzogiorno (dal 3,1 al 4,0 per cento), è aumentato in misura più modesta al Centro (dal 6,2 al 6,4), è rimasto stabile al Nord (al 2,9).

È continuata nel 2003 la crescita della quota del debito relativa ai titoli (dal 29,6 al 38,2 per cento del totale calcolato al netto dei prestiti della CDP); vi ha inciso anche il maggior ricorso a operazioni di cartolarizzazione rispetto all'anno precedente. Escludendo i prestiti della CDP, la quota del debito contratto all'estero è passata nello stesso periodo dal 25,7 al 28,6 per cento del totale, proseguendo una tendenza iniziata nella seconda metà degli anni novanta; tale incremento riflette sia il maggior ricorso a prestiti erogati da intermediari non residenti (20,5 per cento) sia l'aumento delle emissioni obbligazionarie all'estero (24,0 per cento).

Le operazioni di cartolarizzazione effettuate negli ultimi anni hanno riguardato anche il comparto delle Amministrazioni locali. Alcune di tali operazioni hanno avuto per oggetto crediti vantati da soggetti privati e da altre Amministrazioni pubbliche nei confronti di Amministrazioni locali. Le operazioni principali hanno riguardato: la Regione Lazio nel 2001 e nel 2003, con riferimento a dismissioni di immobili a uso ospedaliero e a crediti di imprese nei confronti di ASL e Aziende ospedaliere per canoni di locazione; la Regione Sicilia nel 2002 e nel 2003, per crediti vantati da imprese, da ASL e da Aziende ospedaliere nei confronti della Regione; un ampio insieme di enti territoriali nel 2003, per crediti vantati dall'INPDAP nei loro confronti. Complessivamente sono state effettuate cartolarizzazioni per 0,5 miliardi nel 2001, per 0,3 nel 2002 e per 2,7 nel 2003. La maggior parte delle operazioni effettuate lo scorso anno (2,4 miliardi) ha determinato un aumento delle passività finanziarie rilevate ai fini delle statistiche sul debito pubblico.

Nel dicembre del 2003 il Ministero dell'Economia e delle finanze ha disciplinato l'uso di alcune tipologie di strumenti finanziari da parte delle Amministrazioni locali; contestualmente ha introdotto nuovi obblighi informativi relativi all'emissione di titoli obbligazionari, alle operazioni di cartolarizzazione e all'utilizzo di prestiti erogati dal settore privato o di strumenti finanziari derivati (cfr. nell'Appendice il paragrafo della sezione Principali provvedimenti: Finanza decentrata*).*

LE PROSPETTIVE

La politica di bilancio nell'area dell'euro

Nei più recenti aggiornamenti dei programmi di stabilità la gran parte dei paesi dell'area ha indicato, per il 2004 e per gli anni successivi, obiettivi meno ambiziosi di quelli formulati in precedenza. Le revisioni riflettono sia un quadro previsivo meno favorevole riguardo alla crescita economica sia un andamento dei conti pubblici nel 2003 peggiore di quello atteso.

Nel 2004 l'indebitamento netto dell'area sarebbe pari, sulla base dei programmi di stabilità, al 2,3 per cento del PIL contro il 2,7 del 2003 (tav. C8). Entro l'orizzonte di previsione, che per la maggior parte dei paesi si estende fino al 2007, non verrebbe conseguito un saldo di bilancio prossimo al pareggio o in avanzo. Nei precedenti aggiornamenti tale obiettivo veniva programmato per il 2006. Il rapporto fra debito e prodotto dell'area diminuirebbe gradualmente dal 70,2 per cento indicato per il 2003 al 67,2 del 2007.

Tav. C8

INDEBITAMENTO NETTO E DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE DELL'AREA DELL'EURO

(in percentuale del PIL)

Voci	2003	2004	2005	2006
Indebitamento netto				
Obiettivi dei programmi di stabilità	2,7	2,3	1,8	1,2
Consuntivo e previsioni:				
Commissione europea	2,7	2,7	2,6	–
FMI	2,8	2,8	2,4	–
OCSE	2,7	2,8	2,7	–
Debito				
Obiettivi dei programmi di stabilità	70,2	70,1	69,4	68,3
Consuntivo e previsioni:				
Commissione europea	70,5	71,0	71,0	–
FMI	70,4	70,6	70,3	–

Fonte: elaborazioni su dati Commissione europea (*Spring Forecasts*, aprile 2004), FMI (*World Economic Outlook*, aprile 2004), OCSE (*Economic Outlook*, maggio 2004) e aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2003 e primi mesi del 2004.

Francia e Germania, che nel 2003 hanno registrato disavanzi elevati, programmano significative riduzioni degli squilibri di bilancio.

La Francia ricondurrebbe l'indebitamento netto sotto la soglia del 3 per cento del PIL nel 2005: al 2,6 nello scenario più favorevole, al 2,9 in quello più prudente. Nel 2007 il disavanzo scenderebbe, nei due scenari, rispettivamente allo 0,7 e all'1,5 per cento del PIL. Questi risultati sarebbero connessi con una riduzione, tra il 2003 e il 2007, dell'incidenza delle spese sul prodotto.

Anche la Germania porrebbe fine alla situazione di "disavanzo eccessivo" nel 2005, registrando un indebitamento netto pari al 2,5 per cento del PIL; il disavanzo scenderebbe all'1,5 per cento nel 2007. Fra il 2003 e il 2007 l'incidenza delle spese e quella delle entrate sul prodotto diminuirebbero, rispettivamente, di circa 4,5 e 2 punti percentuali.

Nel valutare gli aggiornamenti dei programmi, nella prima parte del 2004 il Consiglio della UE ha rilevato che, sulla base di ipotesi plausibili sugli andamenti dell'attività economica e dei conti pubblici, le correzioni programmate dalla Francia non consentirebbero di ricondurre il disavanzo al di sotto del 3 per cento del PIL nel 2005. Per la Germania, qualora il quadro macroeconomico e la dinamica delle spese risultassero meno favorevoli delle attese, le correzioni potrebbero non essere sufficienti.

Secondo le previsioni presentate dalla Commissione europea lo scorso aprile, nel 2004 nell'area dell'euro l'incidenza dell'indebitamento netto sul PIL resterebbe stabile al livello del 2003 (2,7 per cento). La riduzione della spesa per interessi (–0,1 punti percentuali del prodotto) sarebbe compensata da quella dell'avanzo primario. La dinamica di quest'ultimo deriverebbe da una flessione dell'incidenza delle entrate sul PIL (–0,5 punti) superiore a quella attesa per le spese primarie. L'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico rimarrebbe stabile all'1,4 per cento del PIL.

Le proiezioni per il 2005, basate sull'ipotesi di politiche invariate, indicano per l'area nel suo complesso un indebitamento netto pari al 2,6 per cento del PIL.

Il rapporto fra debito e prodotto aumenterebbe dal 70,5 per cento del 2003 al 71,0 nel 2004; esso rimarrebbe stabile nell'anno seguente.

Nel 2004 in molti paesi i nuovi obiettivi indicati nei programmi di stabilità non verrebbero conseguiti: secondo le stime della Commissione europea, in assenza di misure aggiuntive, il disavanzo sarebbe pari al 3,7 per cento del prodotto in Francia, al 3,6 in Germania, al 3,5 nei Paesi Bassi e in Portogallo e al 3,2 in Grecia e in Italia. Tra i paesi che non appartengono all'area dell'euro, il Regno Unito registrerebbe un disavanzo pari al 2,8 per cento del PIL.

La Francia e la Germania registrerebbero un indebitamento netto superiore alla soglia del 3 per cento del PIL per il terzo anno consecutivo. Nei confronti di questi paesi la Procedura per i disavanzi eccessivi, avviata nel 2003, è attualmente sospesa (cfr. il capitolo: La politica di bilancio nel 2003*).*

La Commissione europea ha recentemente avviato la Procedura per i disavanzi eccessivi anche nei confronti dei Paesi Bassi e della Grecia, per i quali lo sconfinamento si è verificato per la prima volta nel 2003. Il Consiglio della UE prenderà una decisione in merito nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda il Portogallo, il Consiglio della UE ha abrogato la Procedura per i disavanzi eccessivi avviata con riferimento ai risultati di bilancio del 2001; la decisione tiene conto del fatto che l'indebitamento netto del Portogallo è stato inferiore alla soglia del 3 per cento sia nel 2002 sia nel 2003, in linea con la Raccomandazione del Consiglio del novembre del 2002. Va peraltro rilevato che nelle previsioni di aprile la Commissione ha indicato al 3,5 per cento del PIL il disavanzo atteso per il 2004; essa ha tuttavia sottolineato che tale previsione non tiene conto delle misure che il governo portoghese ha recentemente annunciato al fine di mantenere il disavanzo sotto il 3 per cento del PIL nel 2004.

*Secondo la Commissione, in Italia il disavanzo si collocherebbe al 3,2 per cento del prodotto, superando la soglia del 3 per cento per la prima volta dall'avvio della terza fase della UEM. La Commissione ha pertanto raccomandato al Consiglio della UE di rivolgere all'Italia un ammonimento preventivo (*early warning*); il Consiglio deciderà in merito nei prossimi mesi.*

La Commissione ha esaminato i conti pubblici del Regno Unito alla luce del disavanzo del 2003 (3,2 per cento del prodotto). Essa prevede per l'indebitamento netto britannico valori inferiori al 3 per cento del PIL sia nel 2004 sia nel 2005. Lo sconfinamento registrato nel 2003 dovrebbe quindi essere non solo di entità limitata, ma anche temporaneo; la Commissione non ha pertanto ritenuto che il Regno Unito si trovi in una situazione di "disavanzo eccessivo".

La politica di bilancio in Italia

Le prospettive per il 2004. – Il *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF) del luglio dello scorso anno delineava per il 2004 un quadro tendenziale caratterizzato da un indebitamento netto pari al 3,1 per cento del PIL e da un avanzo primario pari all'1,9 (tav. C9). La crescita del prodotto era stimata nell'1,8 per cento. Il fabbisogno netto del settore statale avrebbe raggiunto il 4,7 per cento del PIL. Nel quadro programmatico il Documento indicava obiettivi pari all'1,8 per cento del prodotto per l'indebitamento netto e al 3,1 per cento per l'avanzo primario. Si prevedeva una manovra correttiva dell'ordine di 16 miliardi (circa l'1,2 per cento del PIL), di cui oltre 10 miliardi derivanti da provvedimenti di natura straordinaria. La crescita del PIL, in conseguenza delle politiche programmate, avrebbe raggiunto il 2,0 per cento.

Il Documento delineava una riduzione dell'incidenza sul PIL dell'indebitamento netto corretto per gli effetti del ciclo economico di 0,5 punti l'anno, in linea con gli accordi presi in sede di Eurogruppo nell'ottobre del 2002. Esso prospettava inoltre una progressiva diminuzione del ricorso a misure con effetti transitori, programmandone una completa sostituzione con interventi di natura strutturale entro il 2006.

Tav. C9

OBIETTIVI E STIME DEI CONTI PUBBLICI PER L'ANNO 2004

(miliardi di euro e valori percentuali)

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 2003)	63,0	41,7	25,7	67,3	....	1,8	1.351,6
in percentuale del PIL	*4,7*	*3,1*	*1,9*	*5,0*			
Obiettivi							
DPEF (luglio 2003)	....	....	....	....	....	2,0	1.354,1
in percentuale del PIL		*1,8*	*3,1*	*4,9*	*104,2*		
Nota di aggiornamento del DPEF e RPP (settembre 2003)	49,5	30,3	38,7	69,0	....	1,9	1.352,5
in percentuale del PIL	*3,7*	*2,2*	*2,9*	*5,1*	*105,0*		
Aggiornamento del Programma di stabilità (novembre 2003)	....	....	....	....	....	1,9	1.352,0
in percentuale del PIL		*2,2*	*2,9*	*5,1*	*105,0*		
Stime attuali							
Rtc e aggiornamento della RPP (maggio 2004)	62,0	39,7	29,5	69,2	....	1,2	1.351,5
in percentuale del PIL	*4,6*	*2,9*	*2,2*	*5,1*	*105,9*		

(1) Al netto delle regolazioni di debiti pregressi e dei proventi delle dismissioni mobiliari.

Nel successivo mese di settembre la *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) per il 2004 e la *Nota di aggiornamento* del DPEF confermavano sostanzialmente le valutazioni relative alla crescita del prodotto nel 2004. La stima dell'indebitamento netto tendenziale era mantenuta invariata. L'obiettivo di indebitamento netto era tuttavia innalzato dall'1,8 al 2,2 per cento del prodotto, in connessione con una diminuzione dell'entità della manovra correttiva (da 1,2 a 0,8 punti percentuali del PIL). L'obiettivo dell'avanzo primario diveniva meno ambizioso (2,9 per cento, contro 3,1). Si programmava una riduzione del rapporto tra debito e prodotto di 1,0 punti (contro 1,4 previsti nel DPEF).

In presenza di una revisione al rialzo della spesa per interessi (dal 4,9 al 5,1 per cento del PIL), la valutazione tendenziale dell'avanzo primario del 2004 migliorava, nonostante una riduzione dal 3,0 al 2,8 per cento della stima dell'avanzo primario atteso

per il 2003. Sulle nuove valutazioni influivano, in direzioni opposte, la contabilizzazione ai fini del saldo del 2003 anche delle rate dei condoni da incassare nel 2004 e il rinvio di una parte consistente delle dismissioni immobiliari previste per il 2003.

L'aggiornamento del *Programma di stabilità*, presentato nel successivo mese di novembre, confermava il quadro delineato nella RPP. Erano mantenuti invariati gli obiettivi di finanza pubblica e le previsioni macroeconomiche.

L'entità della manovra presentata dal Governo in settembre era pari a 11 miliardi (cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 2004,* in *Bollettino Economico*, n. 41, 2003). Accanto alle misure di contenimento del disavanzo preannunciate nel DPEF (16 miliardi), venivano previsti interventi a sostegno dello sviluppo per 5 miliardi. Le modifiche apportate in sede di discussione parlamentare (cfr. il riquadro: *I provvedimenti attuativi della manovra di bilancio per il 2004,* in *Bollettino economico*, n. 42, 2004) portavano l'entità della correzione a 12 miliardi.

Sulla base delle valutazioni ufficiali, la manovra di bilancio approvata dal Parlamento a fine anno include misure di riduzione dell'indebitamento netto per 18,1 miliardi e misure espansive per 6,1. Sono previste maggiori entrate nette per 13,8 miliardi e maggiori spese nette per 1,8. Le misure di aumento delle entrate (16,2 miliardi) hanno quasi tutte carattere transitorio. Oltre 5 miliardi sono ascrivibili a condoni; 5,5 sono attesi da dismissioni immobiliari. I risparmi di spesa (1,9 miliardi) sono attribuiti per circa la metà alla trasformazione della Cassa depositi e prestiti in società per azioni. Essi sono più che compensati da aumenti di spesa (3,7 miliardi) che riguardano principalmente i dipendenti pubblici, l'impiego dei lavoratori socialmente utili e il rinnovo di agevolazioni agli autotrasportatori.

Come negli anni precedenti, una parte rilevante della correzione del disavanzo è affidata a misure di natura temporanea. Includendo anche gli effetti residui di misure prese in anni precedenti, l'impatto degli interventi a carattere transitorio è stimabile intorno a 1 punto percentuale del prodotto, a fronte di circa 2 punti nel 2003 e 1,5 nel 2002.

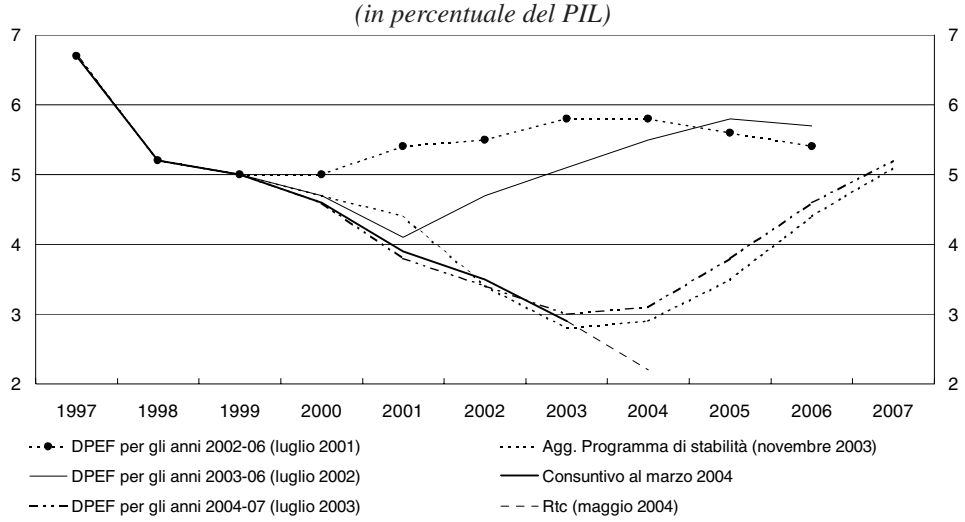
Si tratta in larga parte di entrate che richiedono l'adesione volontaria dei soggetti interessati. Il ricorso a interventi correttivi di natura temporanea e volontaria può limitare l'impatto restrittivo sulle decisioni di spesa degli operatori. Tuttavia, se si accompagna a un rinvio dei necessari interventi strutturali, rischia di contribuire a un peggioramento delle aspettative circa il risanamento dei conti pubblici. Il reiterato ricorso a condoni fiscali può influire negativamente sul rispetto delle norme.

La *Relazione trimestrale di cassa* (Rtc) e l'aggiornamento della RPP per il 2004, presentati nel mese di maggio, hanno innalzato la stima dell'indebitamento netto di quest'anno al 2,9 per cento del prodotto, anche in relazione alla revisione al ribasso della crescita economica attesa (dall'1,9 all'1,2 per cento). L'avanzo primario scenderebbe al 2,2 per cento del prodotto; proseguirebbe il processo di riduzione in atto dal 1998 (fig. C8). La diminuzione del rapporto tra debito e PIL è stimata in 0,3 punti, al 105,9 per cento; tale valutazione sconta dismissioni mobiliari per circa 21 miliardi.

Fig. C8

AVANZO PRIMARIO: OBIETTIVI E CONSUNTIVO

(in percentuale del PIL)



Nel nuovo quadro previsivo si registrano, tra il 2003 e il 2004, riduzioni dell'incidenza sul PIL sia delle entrate sia delle spese complessive. Le prime diminuiscono di 1,2 punti percentuali del prodotto (dal 46,3 al 45,1), riflettendo il calo di 1,5 punti di PIL della pressione fiscale (dal 42,8 al 41,3 per cento). Le spese scendono di 0,8 punti, dal 48,8 al 48,0 per cento: per 0,2 punti grazie agli interessi e per 0,6 grazie alle spese primarie. A fronte di una sostanziale stazionarietà della componente primaria corrente, la spesa in conto capitale scende dal 4,1 al 3,4 per cento del PIL. La riduzione di quest'ultima è riconducibile a due fattori: per 0,5 punti, all'aumento dei proventi delle dismissioni immobiliari (contabilizzati in riduzione di questa posta di spesa), che passerebbero dallo 0,2 allo 0,7 per cento del PIL; per 0,2 punti, all'esclusione dell'Anas dal settore delle Amministrazioni pubbliche.

La Rtc prevede per il 2004 un considerevole aumento del fabbisogno del settore statale; al netto delle regolazioni debitorie e delle dismissioni mobiliari, esso passerebbe dai 42,7 miliardi dello scorso anno a 62,0 (dal 3,3 al 4,6 per cento del PIL). Al peggioramento concorre una forte crescita dei trasferimenti correnti in favore delle Regioni e degli Enti previdenziali. Il fabbisogno netto del settore pubblico aumenterebbe dal 3,5 al 4,9 per

cento del prodotto. Includendo le regolazioni di debiti pregressi tale saldo passerebbe dal 4,2 al 5,3 per cento.

Il divario tra il fabbisogno del settore pubblico e l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche aumenterebbe in misura significativa.

Con riferimento al fabbisogno al netto delle dismissioni, il divario passerebbe da 22,9 a 31,3 miliardi (dall'1,8 al 2,3 per cento del PIL). La componente dovuta al saldo delle partite finanziarie resterebbe sostanzialmente stabile (11,7 miliardi, contro 11,3 nel 2003); la componente residua del divario, che riflette soprattutto lo scarto tra i dati di cassa e quelli di competenza, raggiungerebbe il valore più elevato degli ultimi anni, passando da 11,6 a 19,7 miliardi (dallo 0,9 all'1,5 per cento del PIL).

La stima dell'indebitamento netto indicata nella Rtc (2,9 per cento del PIL) sconta una gestione rigorosa della spesa corrente, il puntuale rispetto del Patto di stabilità interno da parte degli enti territoriali, l'esclusione dell'Anas dal comparto delle Amministrazioni pubbliche (con effetti in riduzione del saldo per 0,2 punti percentuali del prodotto), la piena efficacia degli interventi introdotti con la manovra di bilancio (0,8 punti di PIL, di cui circa la metà riconducibili a dismissioni immobiliari) e la realizzazione delle altre dismissioni programmate per quest'anno (ulteriori 0,3 punti).

Sulla base degli introiti della prima parte dell'anno, il gettito derivante dalla riapertura dei termini del condono fiscale disposta con la legge finanziaria per il 2004 risulta superiore alle previsioni. Elementi di rischio potrebbero invece manifestarsi riguardo alle entrate attese dal condono edilizio, sul quale sono state sollevate questioni di costituzionalità. Il risultato di gestione dell'Anas potrebbe non soddisfare i criteri necessari per la classificazione di tale ente al di fuori delle Amministrazioni pubbliche. L'attuazione integrale del piano di dismissioni potrebbe incontrare difficoltà. Il rispetto del Patto di stabilità interno, infine, potrebbe risultare problematico per i Comuni e le Province, dato il forte incremento di spesa atteso a fronte dei rinnovi contrattuali che interessano il personale di tali enti.

La Rtc, nel sottolineare che l'evoluzione dei conti pubblici verrà attentamente sorvegliata, specifica che, in presenza di andamenti meno favorevoli del previsto, il Governo si riserva di attuare gli interventi necessari a garantire il rispetto dei parametri previsti dal Trattato di Maastricht.

La Commissione europea nello scorso aprile aveva stimato per il 2004 un indebitamento netto pari al 3,2 per cento; in base a tale stima ha proposto al Consiglio della UE di inviare al nostro Paese un *early warning*, richiedendo interventi correttivi aggiuntivi.

La Commissione ha sottolineato la rilevante divergenza tra il disavanzo previsto per il 2004 e gli obiettivi indicati negli ultimi due aggiornamenti del Programma di stabilità *(2,2 per cento del PIL nel documento più recente, 0,6 in quello precedente), evidenziando la natura prevalentemente strutturale di tali scostamenti. Essa ha rilevato come questi ultimi si registrino pur in presenza di significative misure di carattere temporaneo. Secondo la Commissione il proseguimento del processo di riduzione dell'incidenza del debito sul prodotto appare problematico. Essa ha infine sottolineato la persistenza di un elevato divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto.*

L'11 maggio scorso il Consiglio della UE ha esaminato la Raccomandazione della Commissione. L'Italia si è impegnata ad adottare misure volte a mantenere il disavanzo al di sotto della soglia del 3 per cento. Il Consiglio ha deciso di posporre la decisione relativa al possibile invio di un *early warning* a luglio, quando sarà in grado di esaminare gli interventi specifici annunciati dall'Italia.

Nei primi quattro mesi dell'anno in corso il fabbisogno del settore statale, al netto delle regolazioni di debiti pregressi e delle dismissioni mobiliari, è stato pari a 38,1 miliardi, superiore di circa 5 a quello del corrispondente periodo del 2003. Nei primi tre mesi dell'anno il fabbisogno netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari a 33,3 miliardi, superiore di 11,2 a quello registrato nel primo trimestre dello scorso anno. Questi andamenti appaiono sostanzialmente in linea con le stime del fabbisogno contenute nella Rtc di maggio.

Le prospettive per il medio periodo. – Per gli anni successivi al 2004 il DPEF del luglio del 2003 programmava una rapida riduzione del disavanzo. L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche sarebbe sceso progressivamente, dall'1,8 per cento del PIL allora previsto per il 2004, fino a raggiungere un leggero avanzo nel 2007. L'avanzo primario dal 3,1 per cento, atteso per l'anno in corso, sarebbe aumentato per tornare sopra al 5 per cento alla fine del periodo di programmazione.

La *Nota di aggiornamento* del DPEF dello scorso mese di settembre manteneva l'obiettivo del raggiungimento di un sostanziale pareggio nel 2007, accelerando leggermente la dinamica del miglioramento dei saldi nel triennio 2005-07. Per il 2005 l'obiettivo di indebitamento netto era portato dall'1,2 all'1,5 per cento del PIL. A novembre l'aggiornamento del *Programma di stabilità* confermava questo quadro programmatico.

Nel DPEF del luglio del 2003 il divario tra i valori tendenziali e quelli programmatici dell'indebitamento netto, solo in parte riconducibile alle differenze nei rispettivi quadri macroeconomici, cresceva progressivamente, da 1,3 punti di PIL nel 2004 a 2,0 nel 2005, a 2,3 e a 2,5 nei due anni successivi. La dimensione degli interventi correttivi impliciti in

questo scenario era tuttavia superiore, in relazione anche alla necessità di finanziare gli oneri per i rinnovi contrattuali e per i nuovi progetti d'investimento che sono esclusi dalla previsione del saldo tendenziale, elaborata in base al criterio della legislazione vigente. Ulteriori interventi avrebbero inoltre dovuto finanziare la riduzione della pressione fiscale prevista nei piani governativi e assicurare la progressiva sostituzione degli effetti delle misure di carattere transitorio adottate negli anni precedenti. Il Programma di stabilità *di novembre introduceva rispetto al DPEF un miglioramento dell'indebitamento netto tendenziale di circa 0,2 punti di PIL in ciascuno degli anni 2005-07. Tenendo conto anche delle revisioni apportate agli obiettivi, il divario tra andamenti tendenziali e programmatici scendeva a 1,5 punti di PIL nel 2005, 1,9 nel 2006 e 2,2 nel 2007.*

La nuova stima dell'indebitamento netto di quest'anno contenuta nella Rtc di maggio dovrebbe comportare una revisione del quadro tendenziale di medio termine dei conti pubblici. Un quadro programmatico che incorpori tali revisioni sarà presentato con il prossimo DPEF.

È stato recentemente approvato dal Senato il Disegno di legge delega in materia previdenziale. Le disposizioni in esso contenute sono volte principalmente a dare impulso alle forme di previdenza complementare e a inasprire dal 2008 i requisiti per il pensionamento.

Negli ultimi anni il deterioramento delle condizioni congiunturali e la graduale riduzione dell'avanzo primario hanno comportato un rallentamento della discesa dell'incidenza del debito delle Amministrazioni pubbliche sul prodotto. Il rallentamento è avvenuto nonostante la prosecuzione del calo dell'onere medio del debito e l'attuazione di rilevanti operazioni finanziarie che hanno ridotto il debito senza influire sull'indebitamento netto.

Le cartolarizzazioni di crediti effettuate nel triennio 2001-03 hanno ridotto il debito delle Amministrazioni pubbliche di 12,5 miliardi; nelle stesso periodo sono state effettuate dismissioni mobiliari per 23 miliardi (di cui circa 12 connessi con la costituzione della CDP). Nel 2002 è stata attuata un'operazione di concambio di titoli di Stato detenuti dalla Banca d'Italia che ha comportato una riduzione del debito per quasi 24 miliardi.

Un livello elevato del debito rende il bilancio pubblico meno manovrabile ai fini della stabilizzazione congiunturale e più vulnerabile a shock sui tassi d'interesse; vincola risorse, destinandole al pagamento degli interessi, e rende più difficile affrontare le pressioni che l'evoluzione demografica esercita sul bilancio pubblico.

Il raggiungimento di un sostanziale pareggio, come previsto per il 2007 nei programmi del Governo, è condizione necessaria per accelerare il processo di riduzione del rapporto tra debito e PIL. Coerentemente con

i programmi governativi, esso dovrà far leva su una riduzione delle spese primarie correnti. In tal modo si potrà evitare di influire negativamente sugli investimenti e di aumentare la pressione fiscale; riguardo a quest'ultima si dovranno invece reperire le risorse aggiuntive necessarie per proseguire lungo il sentiero di riduzione più volte richiamato nei documenti ufficiali. Gli interventi correttivi a carattere temporaneo andranno progressivamente sostituiti con misure di natura permanente. Per garantire che i miglioramenti ottenuti in termini di indebitamento netto si traducano in progressi in termini di riduzione del debito è anche necessario ridurre significativamente il fabbisogno.

D – LA POLITICA MONETARIA NELL'AREA DELL'EURO, GLI INTERMEDIARI E I MERCATI MONETARI E FINANZIARI

In un contesto caratterizzato da prolungata debolezza ciclica, gravi tensioni politiche internazionali, attenuazione delle pressioni inflazionistiche, apprezzamento dell'euro, il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ridotto nel 2003 il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale in due riprese, di 0,25 punti in marzo e di 0,5 punti in giugno, portandolo al 2,0 per cento. Le condizioni monetarie sono state complessivamente espansive: in dicembre, in termini reali, i rendimenti a breve termine nell'area dell'euro erano pressoché nulli, quelli a lungo termine (misurati in base ai titoli decennali indicizzati al livello dei prezzi) inferiori al 2 per cento.

Nella prima parte dell'anno l'andamento dei mercati monetari e finanziari nell'area dell'euro e in Italia ha riflesso l'elevata incertezza sui tempi del recupero dell'attività economica; le attese di riduzione dei tassi di interesse ufficiali si riflettevano in una inclinazione negativa della struttura a termine sulle scadenze più brevi. Dall'estate divenivano via via più chiari i segnali di ripresa a livello mondiale; la curva a termine subiva un innalzamento e assumeva una inclinazione positiva, indice di aspettative di un aumento dei rendimenti. Nello scorcio dell'anno l'apprezzamento del cambio dell'euro e nuovi segnali di incertezza sulla ripresa nell'area hanno indotto gli operatori a ritenere che i tassi d'interesse a breve termine sarebbero rimasti invariati più a lungo di quanto previsto nell'estate.

I rendimenti a lungo termine in euro hanno registrato analoghe, ampie oscillazioni; si sono mantenuti in media su livelli estremamente contenuti in un confronto storico. I tassi decennali calcolati in base ai rendimenti sugli swap d'interesse hanno raggiunto in giugno il livello minimo mai registrato, al 3,6 per cento. Nel secondo semestre sono gradualmente tornati sui più elevati livelli di inizio anno.

Il rafforzamento del cambio dell'euro, che si era avviato nel 2002, è proseguito nel 2003, con una accelerazione nell'ultimo trimestre; nell'arco dell'anno è risultato pari all'11,3 per cento in termini effettivi e al 20,4 nei confronti del dollaro statunitense. A determinare l'indebolimento del dollaro hanno concorso l'acuirsi delle tensioni internazionali e l'intensificarsi

dei timori sulla sostenibilità e sulle modalità di correzione, negli Stati Uniti, del deficit delle partite correnti e di quello del bilancio federale.

Nei primi mesi del 2004 il cambio dell'euro nei confronti del dollaro è tornato a deprezzarsi, riflettendo soprattutto notizie assai positive sulla attività produttiva e sul mercato del lavoro negli Stati Uniti e persistente incertezza sul quadro congiunturale nell'area dell'euro. In questo contesto i tassi di interesse a lungo termine sono aumentati in misura significativa negli Stati Uniti e più contenuta nell'area dell'euro; il differenziale tra i rendimenti decennali in dollari e in euro, calcolato sui contratti swap, si è ampliato di 0,6 punti percentuali tra gennaio e metà maggio.

La moneta M3 dell'area dell'euro ha gradualmente decelerato nel corso dell'anno, pur se la crescita è rimasta elevata, intorno al 7,0 per cento. Il rallentamento delle scorte monetarie ha riflesso una progressiva, ma assai lenta, riduzione della preferenza per la liquidità degli investitori, in connessione con il recupero delle quotazioni di borsa e con la diminuzione della volatilità dei mercati finanziari.

L'incertezza sulle prospettive della ripresa e il basso livello dei rendimenti nominali hanno condizionato le scelte di allocazione del risparmio da parte delle famiglie italiane. Il risparmio finanziario si è ridotto, riflettendo, a fronte di un aumento di quello complessivo, l'elevata propensione all'investimento in abitazioni. Gli investimenti finanziari delle famiglie si sono indirizzati prevalentemente verso attività a basso rischio (quote di fondi comuni specializzati in attività a breve termine e polizze assicurative del ramo vita). È proseguita l'espansione dell'indebitamento delle famiglie, in larga misura nella componente dei mutui immobiliari.

Risentendo della debolezza dell'attività produttiva, la redditività delle imprese italiane è calata in rapporto al valore aggiunto; si è ridotto l'autofinanziamento. Il grado di indebitamento finanziario delle imprese (*leverage*) è aumentato, rimanendo tuttavia su livelli contenuti. L'incidenza dei debiti finanziari sul PIL, anch'essa in crescita, rimane inferiore a quella osservata nei principali paesi dell'area dell'euro. Le condizioni di redditività e di indebitamento delle imprese sono però caratterizzate da una elevata dispersione intorno alla media.

Le condizioni dell'offerta di credito bancario sono rimaste nel complesso distese nell'intero 2003; la crescita dei prestiti (6,7 per cento) è stata superiore a quella del reddito nominale e a quella registrata nell'area dell'euro; i tassi bancari, in termini nominali, si collocano attorno ai valori minimi degli ultimi cinquant'anni. Nei primi due mesi del 2004 una maggiore prudenza nell'erogazione del credito da parte delle banche, anche per la percezione di un aumento della rischiosità delle imprese, si è riflessa in un calo della dinamica dei prestiti.

La crescita del credito concesso dalle banche italiane nel 2003 ha riguardato soprattutto le famiglie e i comparti più dinamici, come quelli legati al mercato immobiliare. La domanda di credito delle imprese è stata alimentata dalla riduzione delle fonti interne di finanziamento e dal basso livello dei tassi di interesse. Come nell'anno precedente, sono cresciuti più rapidamente i prestiti bancari erogati nel Mezzogiorno (7,9 per cento contro 6,0 per cento nel Centro Nord) e quelli erogati alle piccole imprese; all'espansione del credito hanno contribuito in misura superiore alla media le banche di minori dimensioni.

La qualità del credito ha risentito solo leggermente della protratta debolezza dell'economia. Sono entrati in sofferenza crediti pari all'1,2 per cento del totale dei prestiti, di cui 0,2 punti percentuali riconducibili all'ingresso in sofferenza di finanziamenti bancari alle società coinvolte nel dissesto del gruppo Parmalat. Nonostante l'aumento delle rettifiche nette di valore su crediti, la redditività bancaria è tornata a crescere, riflettendo l'aumento del margine di intermediazione.

I rendimenti delle obbligazioni delle imprese private dell'area dell'euro, già assai bassi, si sono ulteriormente ridotti nel 2003. Il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato si è dimezzato, a 0,6 punti percentuali. Molti emittenti dell'area hanno tratto vantaggio dalle favorevoli condizioni del mercato per raccogliere fondi in vista di rimborsi futuri di prestiti o per allungare la durata media del debito. Al contrario di quanto registrato nell'area dell'euro, tuttavia, le emissioni nette di obbligazioni di imprese italiane si sono ridotte nel 2003.

Il forte calo dei premi per il rischio di credito sul mercato obbligazionario internazionale è in parte attribuibile alla diminuzione dei casi di insolvenza, connesso con il rafforzamento dell'economia mondiale. Vi ha contribuito anche un'intensa domanda di attività finanziarie con rendimenti elevati da parte degli investitori, favorita dall'impostazione eccezionalmente espansiva delle politiche monetarie a livello internazionale e da condizioni di liquidità abbondante.

Nel corso dell'ultimo anno e mezzo si sono manifestati due rilevanti casi di dissesto di gruppi industriali italiani. Questi non hanno avuto conseguenze generalizzate sulle condizioni praticate ai prenditori italiani sul mercato obbligazionario, ma hanno indotto i sottoscrittori di titoli a un atteggiamento più selettivo. Dopo la crisi del gruppo Parmalat nel dicembre 2003 le condizioni del finanziamento obbligazionario sono rimaste invariate per gli emittenti ad alto merito di credito, mentre hanno registrato un peggioramento per quelli più rischiosi.

In Italia, dopo tre anni di diminuzione, l'indice della borsa ha segnato nel 2003 un aumento del 15 per cento, poco inferiore a quello registrato per

l'area dell'euro (18 per cento). Il rialzo dei corsi sulle principali piazze ha riflesso soprattutto il rafforzamento della crescita dell'economia mondiale e la riduzione del premio per il rischio richiesto dagli investitori internazionali per detenere azioni. Le attuali quotazioni azionarie non sono lontane da valori coerenti con le aspettative di crescita delle principali economie dell'area nel lungo termine e con il livello ancora contenuto dei tassi di interesse.

Il buon andamento dei listini non è stato tuttavia accompagnato da una sensibile ripresa delle operazioni di prima quotazione in borsa. Presso la Borsa italiana nel 2003 le nuove società ammesse alla quotazione sono state solo cinque, nell'area dell'euro trentadue.

LA POLITICA MONETARIA

I tassi di interesse e il cambio

I tassi d'interesse a breve termine. – Nel 2003 le economie dell'area dell'euro sono state caratterizzate da incertezze circa i tempi e l'intensità della ripresa ciclica. Le pressioni inflazionistiche si sono attenuate nel primo trimestre, risentendo della perdurante debolezza dell'attività economica e dell'apprezzamento del cambio registrato nei mesi precedenti. Le tensioni internazionali connesse con il conflitto in Iraq hanno accresciuto la volatilità sui mercati finanziari e l'incertezza sulle prospettive di rilancio dello sviluppo. Il 6 marzo il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha ridotto il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 0,25 punti percentuali, portandolo al 2,5 per cento (fig. D1). Nel secondo trimestre, in presenza di un quadro macroeconomico debole e del rafforzamento dell'euro, si sono formate attese di un calo dell'inflazione al di sotto del 2 per cento nel medio termine. Il 5 giugno il Consiglio ha ridotto di altri 0,5 punti percentuali, al 2,0 per cento, il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Nella prima metà del 2003 il Consiglio direttivo ha effettuato una valutazione della strategia di politica monetaria adottata dall'inizio della terza fase della UEM. È stata confermata la definizione di stabilità dei prezzi annunciata nell'ottobre del 1998, precisando che essa verrà perseguita mantenendo il tasso di inflazione su livelli "inferiori ma prossimi al 2 per cento in un orizzonte di medio termine". Al fine di rendere più chiara la comunicazione con il mercato sono state introdotte modifiche alle modalità di presentazione delle decisioni e si è stabilito di non effettuare più una revisione annuale del valore di riferimento per la crescita della moneta M3.

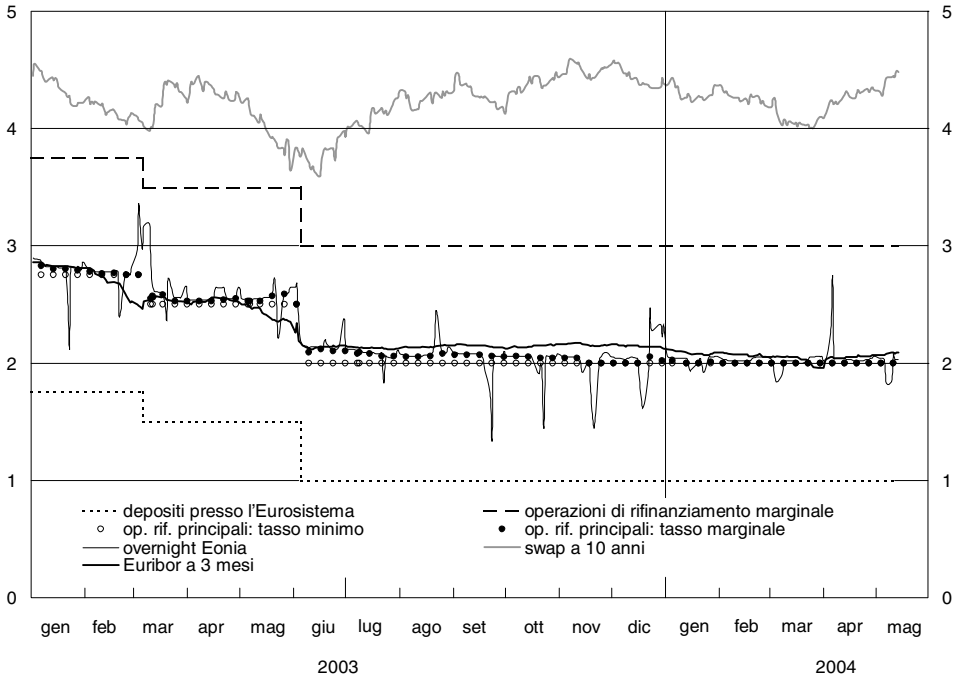
Dall'estate, in un contesto caratterizzato dal progressivo miglioramento della congiuntura internazionale e dalla ripresa dei mercati azionari, le prospettive economiche dell'area miglioravano gradualmente. L'aumento dei prezzi si riportava temporaneamente al di sopra del 2 per cento, soprattutto a causa del rincaro dei prodotti petroliferi e alimentari; tuttavia, il progressivo rafforzamento dell'euro e la moderazione salariale mantenevano al di sotto del 2 per cento le aspettative di inflazione per il 2004.

Il miglioramento del quadro economico internazionale è proseguito nella prima parte del 2004. L'espansione del PIL dell'area si è rafforzata; tra gennaio e marzo l'inflazione è scesa al di sotto del 2 per cento in seguito alla decelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari e dei beni energetici (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi, i costi e la competitività*).

Fig. D1

TASSI D'INTERESSE UFFICIALI E DEI MERCATI MONETARIO E FINANZIARIO NELL'AREA DELL'EURO

(dati giornalieri; valori percentuali)



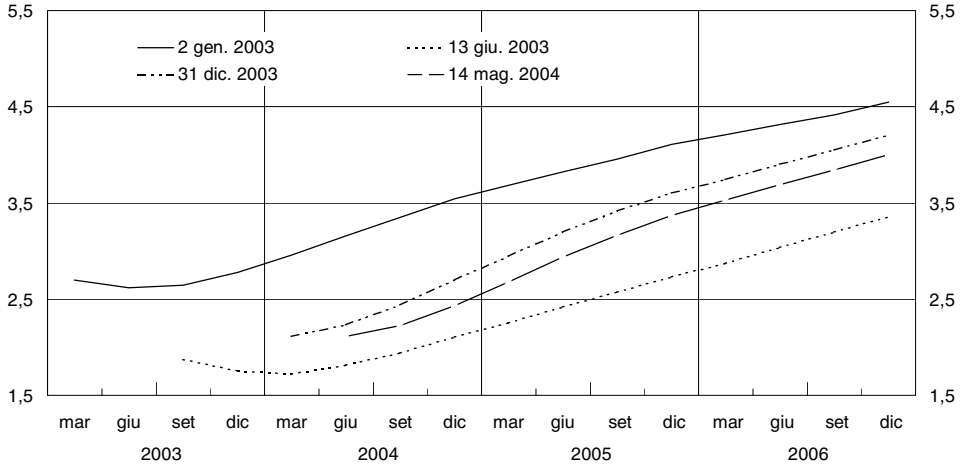
Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

Le aspettative sui rendimenti a breve termine in euro sono state molto variabili nel corso del 2003, riflettendo l'andamento della congiuntura. Nella prima metà dell'anno l'allontanarsi delle prospettive di ripresa ha favorito uno spostamento verso il basso della curva dei tassi a termine; durante l'estate, dopo la riduzione dei saggi ufficiali di giugno, la curva era ancora inclinata negativamente nel primo tratto, segnalando attese di un ulteriore allentamento monetario entro la fine dell'anno (fig. D2). Nell'ultimo trimestre, in seguito al graduale miglioramento delle prospettive di ripresa, la curva assumeva una pendenza positiva anche sugli orizzonti più vicini e si spostava verso l'alto. Alla fine dell'anno segnalava aspettative di un aumento dei tassi ufficiali entro giugno del 2004.

Fig. D2

TASSI DEI FUTURES SULL'EURIBOR A TRE MESI (1)

(valori percentuali)



Fonte: Reuters.

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

Nei primi mesi del 2004 l'incertezza del quadro congiunturale e la contenuta crescita dei prezzi hanno indotto gli operatori a spostare in avanti nel tempo le attese relative al rialzo dei tassi ufficiali; gli attentati terroristici dell'11 marzo a Madrid non hanno influenzato in modo significativo la struttura a termine, pur essendosi ripercossi sull'andamento dei mercati azionari (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*). A metà maggio la curva segnalava attese di un aumento dei tassi di almeno 0,25 punti percentuali entro dicembre.

In termini reali i rendimenti sono stati assai contenuti. Il tasso di interesse reale a breve termine nell'area, calcolato in base alle aspettative d'inflazione ricavate dai sondaggi, è gradualmente sceso nei primi tre trimestri del 2003, dall'1,0 allo 0,3 per cento (fig. D3); è temporaneamente risalito nell'ultima parte dell'anno per poi ritornare nel primo trimestre del 2004 allo 0,2 per cento. In Italia, in presenza di attese d'inflazione più elevate rispetto a quelle dell'area dell'euro, il valore medio del tasso d'interesse reale nel 2003 è stato pari a –0,1 per cento (circa mezzo punto percentuale in meno rispetto all'area).

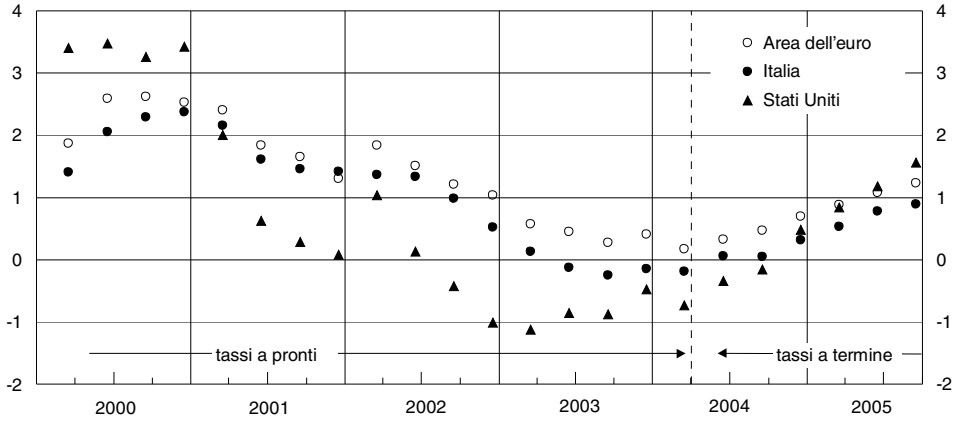
I rendimenti a lungo termine. – I tassi d'interesse a lungo termine in euro hanno registrato forti oscillazioni nel 2003 (fig. D1). I rendimenti degli swap d'interesse a 10 anni nei primi sei mesi dell'anno sono scesi fino a raggiungere i livelli minimi mai registrati dai tassi a lungo termine in Italia, al 3,6 per cento. Nella seconda parte dell'anno il miglioramento

del quadro congiunturale a livello mondiale e la ricomposizione dei portafogli dai titoli obbligazionari a quelli azionari hanno favorito il graduale ritorno dei tassi ai livelli dell'inizio dell'anno. Nello stesso periodo i rendimenti a lungo termine in dollari sono aumentati in misura maggiore, riflettendo aspettative di una ripresa più sostenuta negli Stati Uniti rispetto all'area dell'euro. Il differenziale tra i rendimenti in dollari e in euro impliciti nei contratti swap, pari a –0,1 punti percentuali all'inizio del 2003, è fortemente aumentato nel corso dell'estate, raggiungendo 0,9 punti percentuali; si è successivamente ridotto, stabilizzandosi attorno a 0,2 punti percentuali alla fine del 2003. È tornato a crescere nei primi mesi 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 Forecasts*.

(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da giugno 2004 tassi nominali impliciti nei contratti futures rilevati tra la metà di aprile e la metà di maggio), deflazionati con le aspettative di inflazione rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

I rendimenti a lungo termine in euro hanno seguito i movimenti di quelli degli Stati Uniti, ma in misura meno accentuata. Alla discesa e successiva rapida risalita dei tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti tra aprile e settembre del 2003 hanno contribuito anche fattori specifici (cfr. il capitolo della sezione A: I mercati valutari e finanziari internazionali*). Nel corso della primavera la convinzione, diffusa tra gli operatori, che la Riserva federale potesse fare ricorso ad acquisti sul mercato di titoli di Stato a lungo termine qualora i rischi di deflazione si fossero aggravati, aveva portato i rendimenti su livelli molto bassi. Le operazioni di investimento in titoli a lungo termine, finanziate con indebitamento a breve (*carry trades*), avevano accentuato ulteriormente la riduzione dei tassi sulle scadenze più lunghe. Nell'estate il diffondersi, tra gli operatori di mercato, della convinzione che i rischi di deflazione si fossero ridotti nelle valutazioni della Riserva federale ha dato luogo alla chiusura dei* carry trades *e, conseguentemente, a vendite massicce di titoli a lungo termine, che hanno spinto repentinamente verso l'alto i tassi in dollari sulle scadenze più lunghe. Le operazioni di copertura finanziaria del rischio di tasso di interesse di alcune società finanziarie statunitensi hanno contribuito ad accentuarne l'ascesa (cfr. il riquadro:* Il recente andamento dei tassi di interesse a lungo termine*, in* Bollettino Economico, *n. 41, novembre 2003).*

Nell'area dell'euro i tassi reali a lungo termine sono diminuiti nella prima parte dell'anno, raggiungendo in giugno livelli estremamente bassi (1,8 per cento con riferimento ai titoli francesi decennali indicizzati ai prezzi al consumo dell'area), per poi risalire gradualmente nella seconda metà del 2003 (2,0 per cento in dicembre). Dopo una temporanea riduzione, sono nuovamente aumentati, portandosi all'1,9 per cento alla metà di maggio del 2004. Il rendimento sui titoli di Stato decennali statunitensi indicizzati all'inflazione ha mostrato un andamento simile.

Dagli inizi degli anni novanta la crescente integrazione dei mercati finanziari dell'area dell'euro e degli Stati Uniti si è accompagnata a un progressivo aumento dell'interdipendenza delle oscillazioni cicliche dei tassi a lungo termine in euro e in dollari. In particolare, la correlazione contemporanea tra le variazioni mensili dei tassi swap a 10 anni nell'area e negli Stati Uniti è gradualmente aumentata, da valori positivi ma piccoli rilevabili all'inizio degli anni novanta, sino a valori vicini all'unità.

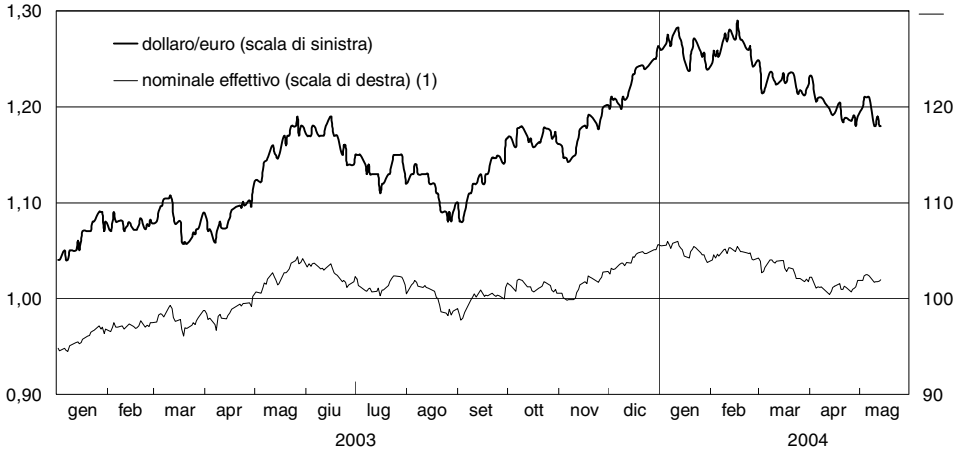
Al crescere dell'integrazione economica, le notizie sull'andamento congiunturale dei paesi esteri rivelano informazioni rilevanti anche sulle prospettive macroeconomiche interne; un alto grado di integrazione si riflette inoltre in un maggior sincronismo delle scelte di politica monetaria. Infine, l'integrazione dei mercati favorisce operazioni finanziarie tra diversi paesi, contribuendo a rafforzare il legame tra i tassi a lungo termine delle diverse aree. Per esempio, attraverso i carry trades*, in presenza di bassi tassi a breve termine in dollari, gli operatori internazionali si sono indebitati in dollari a breve termine per acquistare titoli a più lunga scadenza e a maggiore rendimento in dollari e in altre valute.*

Il cambio. – Nel 2003 è proseguito il rafforzamento del cambio dell'euro. L'apprezzamento nell'arco dell'anno è stato dell'11,3 per cento in termini nominali effettivi, del 20,4 nei confronti del dollaro statunitense, dell'8,3 nei confronti della sterlina inglese e dell'8,6 per cento nei confronti dello yen (fig. D4).

Nella prima parte dell'anno gli andamenti del tasso di cambio bilaterale euro/dollaro sono stati influenzati principalmente dai timori generati dall'ampliamento del deficit delle partite correnti e di quello del bilancio federale negli Stati Uniti (cfr. il capitolo della sezione A: *I mercati valutari e finanziari internazionali*). Da novembre la valuta dell'area ha ripreso a rafforzarsi in misura significativa nei confronti delle più importanti divise internazionali e, in particolare modo, del dollaro. In questa fase, nonostante la forte ripresa congiunturale, la valuta americana ha risentito della debolezza del mercato del lavoro.

Fig. D4

TASSO DI CAMBIO DOLLARO/EURO
E CAMBIO NOMINALE EFFETTIVO DELL'EURO
(dati giornalieri)



Fonte: BCE
(1) Indice: 1° trim. 1999=100.

Tra l'inizio di gennaio e la metà di maggio del 2004 il tasso di cambio effettivo dell'euro ha invece registrato una flessione (–3,5 per cento) alla quale hanno contribuito la perdita di valore nei confronti del dollaro statunitense (6,6 per cento), della sterlina inglese (4,4 per cento) e delle monete dei principali partner commerciali dell'area asiatica. L'indebolimento dell'euro nei confronti delle più importanti valute internazionali ha risentito dell'accentuarsi del divario tra la crescita dell'attività produttiva in questi paesi e nell'area.

Analisi recenti pubblicate da diverse istituzioni internazionali indicano che un apprezzamento permanente del tasso di cambio effettivo dell'euro dell'1,0 per cento, inizialmente inatteso, ridurrebbe l'inflazione al consumo all'interno dell'area di circa 0,1 punti percentuali nell'arco di due anni. Nello stesso intervallo temporale, esso determinerebbe una flessione di analoga entità del tasso di crescita del PIL, principalmente a causa degli effetti negativi sulle esportazioni. Gli effetti sull'inflazione e sul PIL dell'Italia risulterebbero comparabili a quelli calcolati per l'area nel suo insieme; l'impatto sarebbe invece maggiore in paesi caratterizzati da un più elevato rapporto tra i flussi commerciali con i paesi esterni all'area e il PIL, quali la Germania. Le valutazioni econometriche forniscono peraltro solo una indicazione di massima sull'ordine di grandezza degli effetti prodotti. In particolare, i valori indicati sopra si basano sull'ipotesi che la variazione del cambio effettivo risulti da movimenti uniformi dei cambi bilaterali che lo compongono. L'effetto su inflazione e PIL potrebbe essere diverso se gli andamenti dei cambi bilaterali fossero disomogenei. Per esempio, poiché le materie prime e il petrolio sono solitamente quotate in dollari sui mercati internazionali, un apprezzamento dell'euro prevalentemente nei confronti della valuta degli Stati Uniti potrebbe avere un impatto più pronunciato. Inoltre, le valutazioni econometriche, che sono basate su regolarità storiche, potrebbero non rilevare tempestivamente gli effetti di mutamenti nella composizione settoriale dell'economia o del processo di integrazione economica e monetaria.

Nel 2003 l'apprezzamento del cambio dell'euro si è accompagnato a un afflusso netto di capitali per investimenti diretti e di portafoglio nell'area pari a 15,4 miliardi di euro (cfr. il capitolo della sezione B: *La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero dell'Italia*); ciò riflette afflussi netti per investimenti di portafoglio per 25,3 miliardi di euro (114,6 miliardi nel 2002), parzialmente compensati da deflussi netti per investimenti diretti pari a 9,9 miliardi di euro (4,7 miliardi nel 2002).

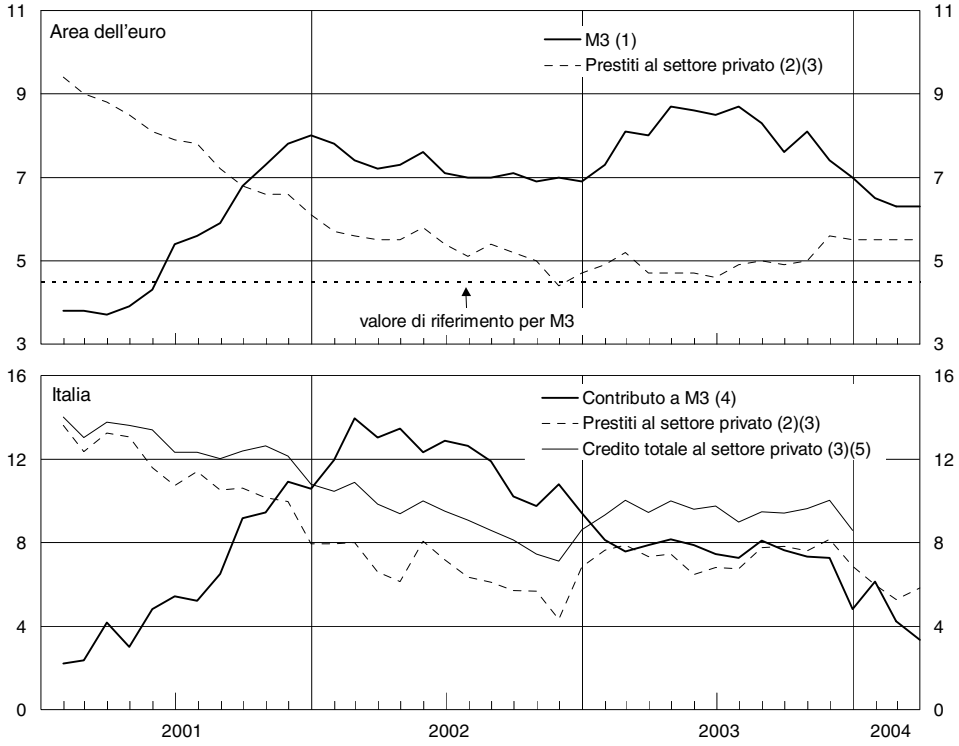
La moneta e il credito

L'area dell'euro. – Nel 2003 la crescita della moneta M3 nell'area dell'euro è proseguita a ritmi elevati; la dinamica è stata caratterizzata da una fase di espansione sino all'estate, seguita da una decelerazione. La crescita sui dodici mesi si è collocata al 7,5 per cento nella media dell'ultimo trimestre del 2003 (fig. D5). La decelerazione della moneta è proseguita nei primi mesi del 2004: il tasso di crescita sui dodici mesi si è portato al 6,3 per cento in marzo.

Fig. D5

AGGREGATI MONETARI E CREDITIZI

(dati di fine mese; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE e Banca d'Italia.

(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). – (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 e i finanziamenti dall'estero.

La dinamica modesta del reddito reale e dei prezzi ha contribuito alla flessione della crescita della M3; il livello particolarmente basso dei rendimenti sulle attività alternative, sia a breve sia a lungo termine, ha agito nella direzione opposta. La domanda di moneta M3 nel corso dell'anno non è però interamente riconducibile a queste determinanti. La forte espansione negli anni precedenti e nella prima metà del 2003 è attribuibile alla accentuata preferenza degli investitori per le attività a breve termine, in un contesto caratterizzato da elevata volatilità dei mercati finanziari e da tensioni internazionali. Il miglioramento delle condizioni nei mercati azionari, avviatosi nella primavera ed evidenziato dalla riduzione della volatilità e dall'aumento delle quotazioni, ha spinto gli investitori a ridurre nei propri portafogli la quota di attività monetarie nella seconda parte dell'anno (cfr. il capitolo: *Il mercato dei valori mobiliari*).

Alla fine del 2003 la consistenza di biglietti e monete detenuta dal pubblico, fortemente diminuita in concomitanza con il cambio della moneta, è tornata sui valori impliciti nella tendenza registrata nel periodo 1980-2000. La crescita ancora sostenuta del circolante, pari al 24,9 per cento sui dodici mesi nel dicembre 2003, suggerisce tuttavia che il processo di ricostituzione delle disponibilità di contante sia ancora in atto. In particolare, la componente detenuta da non residenti nell'area risultava in forte crescita. Stime sul circolante in euro distribuito ai paesi esterni all'area ne indicavano un valore di circa 40 miliardi di euro nel dicembre 2003, pari al 9 per cento del totale emesso, e un tasso di crescita sui dodici mesi dell'ordine del 40 per cento.

I prestiti concessi ai residenti dell'area dell'euro dalle istituzioni finanziarie monetarie hanno progressivamente accelerato a partire dall'estate, portandosi al 5,5 per cento nel dicembre 2003 (dal 4,8 nello stesso mese del 2002; fig. D5); a innalzare il ritmo di crescita hanno contribuito sia i prestiti alle società non finanziare, sia quelli alle famiglie. Nei primi tre mesi del 2004 la dinamica del credito bancario è rimasta inalterata.

L'Italia. – La crescita della componente italiana della M3 dell'area, al netto del circolante, è diminuita nel 2003, proseguendo la tendenza avviatasi nel secondo trimestre del 2002 (4,8 per cento nel dicembre 2003; fig. D5 e tav. aD4). Questo andamento ha riflesso la contrazione delle operazioni di pronti contro termine e la decelerazione delle quote di fondi comuni monetari, solo in parte compensate dall'accelerazione dei depositi in conto corrente e rimborsabili con preavviso fino a tre mesi. Nei primi tre mesi del 2004 la crescita della componente italiana della M3 dell'area si è ulteriormente ridotta.

Negli ultimi quindici anni la domanda di circolante delle famiglie italiane ha risentito del forte calo dei tassi di interesse, nonché della diffusione di nuove tecnologie di prelievo del contante e di pagamento, quali le postazioni di prelievo automatico e i POS.

In base all'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, condotta dalla Banca d'Italia, la percentuale di famiglie in possesso di carta bancomat è passata dal 15 per cento del 1989 a circa il 55 per cento nel 2002. I punti di prelievo bancomat e quelli di pagamento POS sono saliti rispettivamente da 0,2 a 0,6 e da 0,9 a 15 per 1.000 abitanti. Nel contempo la remunerazione dei depositi bancari è scesa di oltre sei punti percentuali. A questi fenomeni si è associata, nonostante la crescita del livello dei prezzi e dei redditi, una lieve riduzione della scorta di contante in media detenuta dalle famiglie, passata da 414 a 375 euro. Analisi econometriche indicano che la diffusione di nuove tecnologie di pagamento ha svolto un ruolo rilevante nel determinare questo andamento. L'effetto positivo della riduzione dei tassi di interesse sulla dinamica del circolante detenuto dalle famiglie è stato più che compensato da quello negativo derivante dalla ampia diffusione di strumenti alternativi di pagamento e di prelievo del contante. A parità di altre condizioni, l'aumento del circolante risulta inoltre meno che proporzionale a quello dei consumi di beni non durevoli; ciò indica l'esistenza di economie di scala nella gestione del contante. Negli anni più recenti, caratterizzati da un livello molto basso dei rendimenti, la domanda di circolante è divenuta poco reattiva a variazioni dei tassi.

Nel 2002 e nel 2003, successivamente all'introduzione delle banconote in euro, non si sono registrate particolari variazioni nella frequenza o nella dimensione dell'utilizzo degli strumenti di prelievo del contante. Questa evidenza contrasta con la diffusa percezione che il tasso di inflazione sarebbe stato maggiore di quello misurato ufficialmente.

Un aumento generalizzato del livello dei prezzi si dovrebbe tradurre, per dato livello dei consumi reali, in un incremento del valore nominale della spesa e quindi della domanda di moneta per transazioni (qualora la velocità di circolazione rimanga invariata). Un'analisi condotta su dati italiani ha evidenziato l'assenza di significative variazioni strutturali nei principali indicatori di domanda di circolante nel periodo successivo all'introduzione del contante in euro. In particolare, l'importo medio unitario del prelievo di circolante dai terminali bancomat nel biennio 2002-03 è risultato pari a 162 euro, un valore simile a quello registrato nel quinquennio precedente. Il numero di prelievi bancomat pro capite effettuati in media in un trimestre (intorno a 6 nel biennio) è risultato inferiore, seppur di poco, a quello del periodo precedente. Anche per gli acquisti su POS mediante carte di debito – per i quali si era effettivamente avuto un maggiore utilizzo in concomitanza con il cambio della moneta – non si registrano variazioni tali da far ipotizzare mutamenti di carattere strutturale. Tra il quarto trimestre del 2001 e il primo del 2002 l'importo medio dell'acquisto mediante carta di debito registra un aumento significativo, da 72 a 79 euro. Tuttavia, nei trimestri successivi esso subisce una tendenziale diminuzione, che riporta il valore medio annuo del biennio 2002-03 a 76 euro. Evidenze analoghe si ricavano dall'analisi delle carte di credito e degli altri principali strumenti bancari di pagamento (bonifici, assegni, addebiti preautorizzati).

L'utilizzo nel 2002 e nel 2003 degli strumenti di prelievo del contante resta contenuto anche qualora si tenga conto, in base a stime econometriche, della dinamica dei consumi di beni non durevoli delle famiglie e degli effetti indotti dai significativi mutamenti nelle tecnologie di pagamento avvenuti negli ultimi quindici anni (diffusione di terminali ATM e POS). Gli andamenti del contante e degli altri strumenti di pagamento dopo il cambio della moneta appaiono dunque coerenti con una dinamica contenuta del livello dei prezzi.

La crescita dei finanziamenti complessivi al settore privato in Italia è rimasta stabile (8,6 per cento nel dicembre del 2003; tavv. D1 e aD7), riflettendo l'accelerazione delle emissioni di obbligazioni sull'interno a cui si è contrapposta la decelerazione dei finanziamenti dall'estero. La crescita dei prestiti bancari, sostanzialmente stabile nel corso del 2003, è diminuita nella prima parte dell'anno in corso.

Tav. D1

CREDITO IN ITALIA (1)
(dati di fine mese; valori percentuali)

Periodo	Credito totale (2)				
		di cui: al settore privato (3)			
			Prestiti bancari	Obbligazioni	Dall'estero
	Tassi di crescita sui 12 mesi				
2001 – dic.	6,9	10,8	7,9	106,0	15,0
2002 – dic.	5,6	8,6	6,8	52,0	8,9
2003 – gen.	5,9	9,3	7,6	57,1	8,7
feb.	6,3	10,0	7,9	52,4	11,7
mar.	6,0	9,4	7,3	57,8	9,9
apr.	6,7	10,0	7,4	66,8	10,8
mag.	6,2	9,6	6,5	75,3	11,5
giu.	6,3	9,8	6,8	65,7	11,8
lug.	5,8	9,0	6,7	65,0	7,1
ago.	6,1	9,5	7,7	62,9	5,6
set.	6,2	9,4	7,8	60,3	5,3
ott.	6,4	9,6	7,6	63,7	6,6
nov.	6,5	10,0	8,2	76,2	3,7
dic.	5,5	8,6	6,9	62,0	3,1
2004 – gen.			6,0		
feb.			5,3		
mar.			5,8		
	Quote percentuali sulla consistenza totale				
2003 – dic.	100,0	49,8	38,1	3,2	8,5

(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute agli arrotondamenti. – (2) Somma del debito delle Amministrazioni pubbliche e del credito totale al settore privato. – (3) Residenti italiani diversi da Amministrazioni pubbliche centrali 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 operativa della politica monetaria nell'area dell'euro

Nel 2003 la liquidità fornita dall'Eurosistema attraverso le operazioni di rifinanziamento principali è passata a una media giornaliera di 197,5 miliardi di euro da 132 nel 2002, in seguito all'aumento del fabbisogno di finanziamento (tav. D2). Il rapporto tra quantità assegnata e domandata è stato in media pari al 74,4 per cento contro il 59,3 nel 2002.

Tav. D2

INDICATORI DEL MERCATO MONETARIO

(dati medi per il periodo indicato)

Voci	2001	2002	2003	1° gen. - 11 mag. 2004
Operazioni di rifinanziamento principali (1)				
Volumi (mld. euro) (2)				
Area dell'euro	158,3	132,0	197,5	219,5
Italia	13,6	7,9	8,0	9,7
Quota Italia (3)	8,3	6,1	4,0	4,7
Offerta/domanda (4)	67,0	59,3	74,4	83,8
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	410	307	267	310
Italia	25	18	14	14
Volatilità del tasso Eonia (5)	14,6	11,5	14,3	10,6
Differenza tra tasso Eonia e tasso d'asta (6)	6,7	2,3	0,7	5,7
Riserve in eccesso (7)				
Area dell'euro	0,55	0,61	0,52	0,52
Italia	0,45	0,43	0,44	0,52
Operazioni su iniziativa delle controparti (8)				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	0,60	0,22	0,21	0,22
Italia	0,37	0,04	0,03	0,06
Depositi overnight				
Area dell'euro	0,35	0,16	0,18	0,15
Italia	0,09	0,08	0,05	0,04

(1) I valori relativi al 2003 includono 3 operazioni di durata settimanale. – (2) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni di rifinanziamento principali. – (3) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (4) Rapporto percentuale fra quantità assegnata e domandata nell'area. – (5) Deviazione standard delle variazioni giornaliere; centesimi di punto percentuale. – (6) Differenza media tra tasso Eonia e tasso medio ponderato sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (7) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'anno. – (8) In percentuale dell'obbligo di riserva.

Il numero medio dei partecipanti alle aste nel 2003 è diminuito rispetto all'anno precedente sia nell'area (da 307 a 267) sia in Italia (da 18 a 14). A questo fenomeno avrebbe contribuito la riduzione del differenziale tra il tasso Eonia e il tasso di aggiudicazione alle aste (0,7 centesimi nel 2003 contro 2,3 centesimi nell'anno precedente). Il differenziale, sostanzialmente nullo nella media dell'anno, ha però assunto valori significativi in determinate occasioni (ad esempio quando aspettative di diminuzione dei tassi minimi di offerta hanno dato origine a carenza di richieste di fondi in asta).

Le controparti italiane si sono aggiudicate in media il 4,0 per cento del totale dei fondi offerti in asta (6,1 nel 2002). La domanda in asta da parte delle banche italiane è in progressiva riduzione dal giugno del 2000, quando, con l'introduzione delle aste a tasso variabile, è aumentata la convenienza relativa ad approvvigionarsi sul mercato; vi ha contribuito anche la crescente integrazione del mercato monetario dell'area.

Il 23 gennaio del 2003 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea ha deciso di rivedere l'assetto operativo per la conduzione della politica monetaria. Le modifiche, che decorrono dal marzo 2004, riguardano la definizione del calendario dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria e la durata delle operazioni di rifinanziamento principali. Esse sono volte ad evitare che le oscillazioni della creazione di liquidità e dei tassi di mercato possano indebolire il ruolo del tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali come indicatore dell'orientamento della politica monetaria.

Il nuovo assetto operativo prevede che il periodo di mantenimento inizi nel giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale immediatamente successiva alla riunione del Consiglio direttivo di inizio mese (in cui si valuta l'orientamento della politica monetaria) e termini nel giorno precedente la corrispondente data del mese seguente. Inoltre, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali si riduce da due a una settimana, in modo che nessuna operazione si estenda su due periodi di mantenimento. Le innovazioni mirano a prevenire il ripetersi di situazioni in cui aspettative di variazione dei tassi di riferimento dell'Eurosistema nel corso del periodo di mantenimento davano origine a una domanda complessiva di fondi in asta inferiore a quella necessaria per adempiere agli obblighi di riserva (underbidding)*. Le modifiche all'assetto operativo dovrebbero stabilizzare la domanda in asta, isolandola dall'effetto delle aspettative di variazione dei tassi ufficiali.*

La volatilità dei tassi d'interesse del mercato monetario è leggermente aumentata nel 2003: la deviazione standard delle variazioni giornaliere del tasso Eonia è risultata pari a 14,3 centesimi di punto percentuale, contro 11,5 centesimi nel 2002. A determinare tale incremento hanno contribuito gli episodi in cui vi è stata carenza di richieste di fondi in asta, nonché l'ampia disponibilità di liquidità alla fine del periodo di mantenimento nell'ultima parte dell'anno.

Nel 2003 le riserve detenute in eccesso dalle istituzioni creditizie italiane sono risultate pari in media allo 0,44 per cento della riserva obbligatoria, in linea con l'anno precedente (0,43). Il corrispondente valore per l'area dell'euro è leggermente diminuito, dallo 0,61 allo 0,52 per cento.

La consistenza media giornaliera dei fondi distribuiti mediante operazioni di rifinanziamento a più lungo termine è stata pari a 45 miliardi di euro nel 2003 (55 nel 2002). In media hanno partecipato a queste operazioni 133 banche dell'area (186 nel 2002). Il ricorso da parte delle banche italiane è risultato pressoché nullo, come negli anni precedenti.

Nel 2003 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 0,21 e allo 0,18 per cento dell'obbligo di riserva. In Italia l'utilizzo di tali operazioni è risultato ancora più contenuto e rispettivamente pari allo 0,03 e allo 0,05 per cento dell'obbligo di riserva.

IL RISPARMIO FINANZIARIO DELLE FAMIGLIE E IL FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

Nel 2003 il risparmio finanziario delle famiglie italiane è stato pari a 73 miliardi e al 5,6 per cento del PIL (87 miliardi e 6,9 per cento del prodotto nel 2002; tav. D3), un valore inferiore alla media del periodo 1995-2001; la riduzione, data la dinamica del risparmio complessivo (cfr. il capitolo della sezione B: *La domanda*) salito a oltre 110 miliardi, è da ricondurre all'elevata propensione delle famiglie ad acquistare attività reali, in particolare abitazioni.

Tav. D3

SALDI FINANZIARI DELL'ITALIA (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

Settori	2000	2001	2002	2003
Famiglie	78.165	101.075	86.740	72.518
di cui: *con l'estero*	*32.210*	*22.005*	*–9.980*	*2.000*
Società non finanziarie	–59.717	–31.833	–42.988	–32.046
di cui: *con l'estero*	*9.819*	*7.532*	*5.077*	*23.214*
Amministrazioni pubbliche	–7.700	–35.108	–30.145	–36.753
di cui: *con l'estero*	*–49.306*	*–10.331*	*–25.104*	*–64.143*
Istituzioni finanziarie monetarie	–2.894	–8.874	11.225	38.274
di cui: *con l'estero*	*–27.885*	*–23.468*	*40.023*	*–20.174*
Altri intermediari finanziari (2)	3.559	–17.497	–34.878	–37.865
di cui: *con l'estero*	*38.637*	*–2.732*	*–29.181*	*25.172*
Imprese di assicurazione (3)	–11.515	–9.578	–3.309	–24.934
di cui: *con l'estero*	*–3.577*	*5.179*	*5.809*	*13.125*
Resto del mondo	102	1.816	13.355	20.805
	In percentuale del PIL			
Famiglie	6,7	8,3	6,9	5,6
Società non finanziarie	–5,1	–2,6	–3,4	–2,5
Amministrazioni pubbliche	–0,7	–2,9	–2,4	–2,8
Società finanziarie (4)	–0,9	–3,0	–2,1	–1,9
Resto del mondo	0,0	0,1	1,1	1,6
	In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)			
Famiglie	4,4	6,0	4,7	3,6
Società non finanziarie	–4,3	–1,7	–2,5	–1,6
Amministrazioni pubbliche	1,7	–0,7	–0,4	–1,2

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (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.

Le famiglie hanno orientato i loro investimenti finanziari, sia interni sia esteri, verso quote di fondi comuni, polizze assicurative del ramo vita e obbligazioni private a medio e a lungo termine, mentre hanno ridotto quelli in depositi e ceduto azioni e titoli pubblici. Rispetto alla seconda metà degli anni novanta, periodo caratterizzato dall'aumento dei valori di borsa, i portafogli delle famiglie italiane risultano orientati in maggior misura verso attività a basso rischio. Alla fine del 2003 la ricchezza lorda delle famiglie, costituita dalla ricchezza reale e dalle attività finanziarie, era stimabile in 8.200 miliardi e in 7.700 al netto dei debiti; la ricchezza netta si è accresciuta di oltre il 5 per cento l'anno in media dal 1994, soprattutto in ragione degli aumenti di valore dei cespiti patrimoniali, oltre che del flusso di risparmio.

L'utile operativo delle società non finanziarie in rapporto al valore aggiunto è sceso. Il calo si è riflesso in una riduzione dei profitti complessivi, nonostante la flessione degli oneri finanziari. Il rapporto tra autofinanziamento e investimenti è rimasto stabile, in presenza di una flessione degli investimenti. I debiti finanziari delle imprese si sono portati al 62 per cento del PIL, dal 60 di un anno prima. Il grado medio di indebitamento (rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto) è cresciuto dal 42,2 al 44,1 per cento; il rapporto rimane inferiore alla media degli anni novanta; la dispersione tra le imprese è peraltro elevata.

Alla fine del 2003 la consistenza delle attività finanziarie complessive del Paese era pari a 9.100 miliardi e a 7 volte il PIL.

In Italia il rapporto tra le attività finanziarie lorde e la ricchezza reale nazionale – il Financial Interrelations Ratio (FIR) – è cresciuto tra il 1996 e il 2000 da 0,9 a 1,3. L'aumento è risultato analogo a quello osservato in Germania, superiore a quello del Regno Unito e degli Stati Uniti (paesi storicamente caratterizzati da un livello di questo rapporto più elevato, superiore a 2,4). Dal 2001 il FIR è tornato a scendere in tutti i maggiori paesi; in Italia si è portato a 1,1 nel 2002.

In Italia l'aumento del FIR nella seconda metà degli anni novanta era attribuibile al forte incremento del valore delle attività finanziarie, determinato in ampia misura dall'apprezzamento dei corsi azionari. Vi contribuiva l'emissione di strumenti finanziari: considerando tutti i settori di attività economica, il flusso netto di attività finanziarie era aumentato dal 26 per cento del prodotto nel 1995 al 57 per cento nel 1999, per poi scendere al 37 nel 2002. Il calo del rapporto tra ricchezza finanziaria e ricchezza reale in atto dal 2001 riflette sia la diminuzione del valore delle attività finanziarie (soprattutto per il calo dei corsi azionari), sia il forte apprezzamento delle attività immobiliari.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Nel 2003 il flusso di risparmio finanziario del settore delle famiglie (che comprende le famiglie consumatrici, le imprese individuali fino a

5 addetti e le istituzioni sociali private) è sceso a 73 miliardi (tav. D4). Al netto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette (2,0 per cento del PIL, 2,2 nel 2002), il risparmio finanziario risulta pari al 3,6 per cento del PIL (4,7 nel 2002; tav. D3).

Tav. D4

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE ITALIANE (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2003	Composizione percentuale		2002	2003
		Dicembre 2002	Dicembre 2003		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	481.330	16,0	16,5	35.677	35.245
di cui: *depositi*	*424.006*	*14,3*	*14,6*	*37.021*	*25.780*
Altri depositi	298.417	10,3	10,2	11.568	5.187
bancari	*89.738*	*3,6*	*3,1*	*–840*	*–10.502*
postali	*208.679*	*6,7*	*7,2*	*12.408*	*15.688*
Titoli a breve termine	6.516	1,1	0,2	3.387	–26.236
Titoli a medio e a lungo termine	541.884	18,1	18,6	42.532	29.033
di cui: *pubblici*	*190.081*	*7,2*	*6,5*	*8.053*	*–12.391*
di imprese	*53.540*	*1,0*	*1,8*	*7.209*	*20.763*
bancari	*298.263*	*9,8*	*10,2*	*27.269*	*20.662*
Quote di fondi comuni	325.835	11,1	11,2	–736	16.311
Azioni e partecipazioni	567.491	20,9	19,5	–3.032	–878
Attività sull'estero	203.814	7,1	7,0	–9.980	2.000
di cui: *depositi*	*7.950*	*0,5*	*0,3*	*–18.476*	*–6.479*
titoli a breve termine	*348*	*0,0*	*0,0*	*–675*	*–90*
titoli a medio e a lungo termine	*91.295*	*3,3*	*3,1*	*5.203*	*5.148*
azioni e partecipazioni	*73.353*	*2,4*	*2,5*	*5.655*	*–71*
quote di fondi comuni	*30.868*	*0,9*	*1,1*	*–1.688*	*3.493*
Riserve per premi di assicurazione (2)	467.177	14,8	16,1	42.632	54.723
di cui: *riserve ramo vita*	*269.989*	*8,1*	*9,3*	*31.918*	*43.544*
Altre attività (3)	19.146	0,6	0,7	2.725	1.754
Totale attività	**2.911.610**	**100,0**	**100,0**	**124.773**	**117.139**
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (4)	53.584	13,6	11,9	–152	–1.204
di cui: *bancari*	*52.513*	*13,4*	*11,7*	*–400*	*–1.368*
Debiti a medio e a lungo termine (5)	283.255	62,0	63,2	29.462	33.352
di cui: *bancari*	*257.549*	*56,2*	*57,4*	*26.331*	*31.248*
Altre passività finanziarie (6)	111.593	24,4	24,9	8.722	12.474
Totale passività	**448.432**	**100,0**	**100,0**	**38.032**	**44.622**
SALDO	**2.463.178**			**86.741**	**72.517**

(1) Famiglie consumatrici, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie e imprese individuali fino a 5 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, credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (6) La voce è costituita da: fondi di quiescenza e altre partite minori.

Le famiglie hanno effettuato cospicui investimenti in quote di fondi comuni e strumenti assicurativi, mentre hanno ridotto quelli nei depositi. A fronte di cessioni nette di titoli pubblici a breve (-26 miliardi) e a medio e a lungo termine (–12 miliardi), hanno proseguito ad acquistare obbligazioni bancarie per importi elevati (21 miliardi).

L'effetto dell'insolvenza del gruppo Cirio, avvenuta nel novembre 2002, sulla propensione delle famiglie a investire in obbligazioni private è stato limitato. Gli investimenti netti in obbligazioni emesse da imprese e da società finanziarie non bancarie italiane sono ammontati nel 2003 a 20,8 miliardi, contro 7,2 nel 2002. Alla fine del 2003 la consistenza delle obbligazioni emesse dalle imprese e dalle società finanziarie era pari a 54 miliardi e all'1,8 per cento delle attività finanziarie complessive delle famiglie.

Nel 2003 il peso sul flusso totale di attività finanziarie degli investimenti in obbligazioni a medio e a lungo termine, azioni, quote di fondi comuni e attività nei confronti dei fondi pensione privati è stato pari al 47 per cento, valore comparabile a quello del 2002 (circa il 40 per cento), ma inferiore a quello medio del quadriennio precedente (88 per cento).

Tav. D5

COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE DELLE FAMIGLIE (1)
(consistenze di fine periodo)

Paesi	Anni	Circolante e Depositi	Titoli	Azioni (2) e quote di fondi comuni	Altre attività (3)	*Per memoria*: Attività finanziarie	Passività finanziarie	di cui: *debiti finanziari*
		Quote percentuali sul totale				*In rapporto al PIL*		
Francia	1995	36,0	5,1	34,1	24,8	1,66	0,43	*0,37*
	2000	27,3	2,0	43,4	27,3	2,17	0,46	*0,37*
	2002	31,7	2,3	32,7	33,3	1,90	0,51	*0,39*
Germania	1995	41,8	12,9	18,4	26,9	1,55	0,66	*0,66*
	2000	34,0	10,2	27,0	28,8	1,79	0,74	*0,73*
	2002	35,9	11,3	21,0	31,8	1,77	0,73	*0,72*
Giappone (4) ...	1995	49,3	8,1	13,4	29,2	2,64	0,86	*0,69*
	2000	52,5	5,1	11,4	31,0	2,86	0,83	*0,70*
	2002	56,3	4,6	7,7	31,4	2,83	0,83	*0,71*
Italia	1995	39,8	30,5	18,6	11,1	1,72	0,21	*0,17*
	2000	24,4	18,5	44,4	12,7	2,38	0,30	*0,23*
	2002	29,4	24,7	29,6	16,3	1,98	0,32	*0,24*
Regno Unito	1995	24,0	2,1	19,4	54,5	2,64	0,72	*0,65*
	2000	20,3	1,3	22,5	55,9	3,25	0,76	*0,70*
	2002	27,9	1,4	15,5	55,2	2,47	0,85	*0,79*
Stati Uniti (5) ...	1995	13,8	9,0	47,0	30,2	2,92	0,69	*0,66*
	2000	11,2	7,4	51,2	30,2	3,44	0,76	*0,73*
	2002	14,5	8,2	46,5	30,8	2,90	0,84	*0,81*
Per memoria:								
Euro 4 (6)	1995	40,5	13,8	24,0	21,7	1,62	0,48	*0,44*
	2000	29,9	9,2	37,9	23,0	2,03	0,55	*0,49*
	2002	33,8	11,0	28,1	27,1	1,83	0,56	*0,50*

Fonte: Eurostat, se non altrimenti specificato nelle note.

(1) Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. (2) Comprendono anche le partecipazioni.– (3) Riserve tecniche di assicurazione, fondi pensione e altre partite minori. – (4) Fonte: Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*. – (5) Fonte: Federal Reserve System – Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States*, *1995-2003*. Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro. – (6) Media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna.

Tra il 2000 e il 2002 il peso delle azioni e delle quote di fondi comuni sulla consistenza complessiva delle attività finanziarie delle famiglie è sceso di quindici punti percentuali in Italia, di dieci punti in media nei principali paesi dell'area dell'euro, di cinque negli Stati Uniti e di sette nel Regno Unito (tav. D5).

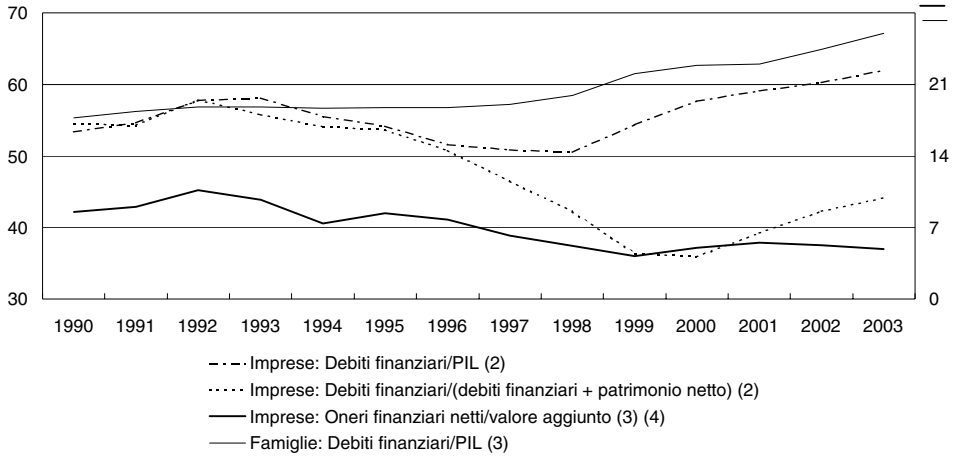
La composizione delle attività finanziarie delle famiglie per tipo di strumento è assai differenziata tra paesi. Con riferimento al 2002, in Italia i depositi e le obbligazioni rappresentano il 54 per cento del totale; le azioni e le quote di fondi comuni circa il 30; la restante parte è costituita principalmente da attività nei confronti delle assicurazioni e dei fondi pensione privati. Nei maggiori paesi dell'area dell'euro la quota dei depositi e delle obbligazioni risulta inferiore (45 per cento) a quella osservata in Italia, mentre è più elevato il peso delle attività verso le assicurazioni e i fondi pensione (circa il 25 per cento). Gli Stati Uniti sono caratterizzati dall'elevato peso delle azioni e delle quote di fondi comuni (quasi il 50 per cento); è inoltre rilevante (circa il 30 per cento) il peso delle attività nei confronti delle assicurazioni e dei fondi pensione (a loro volta caratterizzati da un'incidenza elevata delle azioni sul totale dell'attivo). Il peso delle attività delle famiglie verso le assicurazioni e i fondi pensione è massimo nel Regno Unito (52 per cento).

Le famiglie italiane, dopo i forti disinvestimenti del 2002 connessi con il provvedimento attinente al rientro dei capitali, hanno ripreso a investire in attività estere (2,0 miliardi).

È proseguita l'espansione dell'indebitamento delle famiglie (32 miliardi), in larga misura rappresentato dai mutui immobiliari (cfr. il capitolo: *Le banche e gli altri intermediari creditizi*). In rapporto al PIL i debiti finanziari delle famiglie restano contenuti, al 26 per cento (24 nel 2002; fig. D6).

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 2003 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

Tra il 1995 e il 2002 il rapporto tra i debiti finanziari delle famiglie e il PIL è cresciuto in tutti i maggiori paesi industriali (tav. D5). L'aumento si è concentrato nella componente a medio e a lungo termine, in una fase di intensa attività sul mercato immobiliare nei paesi occidentali. Nel confronto internazionale, il rapporto è particolarmente elevato negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Secondo gli ultimi dati disponibili relativi al 2002, le attività finanziarie delle famiglie al netto delle passività finanziarie complessive erano pari a circa 2,4 volte il reddito disponibile in Italia, a 2,2 in Francia, a 2,5 nel Regno Unito, a 2,8 negli Stati Uniti e a 1,6 in Germania.

Alla fine del 2003 la ricchezza netta delle famiglie (finanziaria e reale) era pari a 7.700 miliardi, circa 6 volte il PIL. Nel periodo 1994-2003 l'espansione della ricchezza è stata relativamente stabile attorno al 5 per cento all'anno in termini nominali. L'andamento della ricchezza ha risentito, oltre che dei flussi di risparmio, delle oscillazioni dei valori di borsa e dei prezzi degli immobili.

Le caratteristiche delle passività e delle attività delle famiglie italiane

L'indebitamento. – L'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane condotta dalla Banca d'Italia indica che nel 2002 era indebitato nei confronti di banche e società finanziarie un quinto dei nuclei familiari (tav. D6), una quota pressoché stabile nell'ultimo decennio. È invece diminuita nel tempo la percentuale di famiglie indebitate nei confronti di amici e parenti.

La ragione prevalente che spinge le famiglie italiane a indebitarsi presso le banche e le società finanziarie resta l'acquisto e la ristrutturazione di immobili. Nell'ultimo decennio è cresciuta la quota di famiglie che si indebita per l'acquisto di mezzi di trasporto.

Sono indebitate soprattutto le famiglie più agiate. Il reddito medio dei nuclei familiari indebitati è superiore di un quarto rispetto a quello delle famiglie non indebitate; per il quinto di famiglie con reddito più elevato, la quota di quelle indebitate è pari al 28,7 per cento, contro il 9,0 per il quinto delle famiglie con reddito più basso. Per il complesso delle famiglie con debiti, il valore mediano del peso dei debiti sulla ricchezza totale era pari al 10 per cento, in lieve aumento rispetto a quanto osservato negli anni precedenti.

Rispetto alle famiglie prive di debiti, quelle indebitate tendono a essere più numerose, hanno un capo famiglia più giovane (l'età media è 46 anni contro 58) e più istruito (la metà ha un diploma o una laurea, contro il 34 per cento dei non indebitati). Nel 2002 i tre quarti delle famiglie indebitate vivevano al Centro Nord, contro il 63 per cento di quelle non indebitate.

Tav. D6

FAMIGLIE ITALIANE: POSSESSO DI ATTIVITÀ E DIFFUSIONE DELL'INDEBITAMENTO (1)

Voci	Media 1991-95		Media 1998-2002		2002	
	Indebitate	Non indebitate	Indebitate	Non indebitate	Indebitate	Non indebitate
Quota di possessori di: (2)						
Depositi bancari o postali	91,7	83,9	93,5	83,3	94,8	83,3
Titoli di Stato	20,7	24,8	7,8	11,8	6,0	10,3
Fondi comuni	4,1	3,6	13,1	10,3	14,1	10,5
Obbligazioni	2,3	2,1	5,1	5,8	4,8	6,3
Azioni	5,3	4,2	11,8	8,7	11,9	9,5
Casa di residenza	71,0	63,2	70,5	68,0	73,0	68,5
Composizione dell'attivo: (3)						
Attività finanziarie	15,9	24,8	21,0	24,4	19,9	22,9
Attività reali	84,1	75,2	79,0	75,6	80,1	77,1
Reddito (2) (4)						
Fino al 1° quintile (5)	10,5	22,4	9,4	22,7	9,0	22,8
Oltre il 4° quintile (6)	32,1	17,0	30,0	17,5	28,7	17,8
Per memoria:						
percentuale di famiglie indebitate presso banche o società finanziarie (2):	19,3		18,8		19,2	
di cui: indebitate per (7):						
l'acquisto o la ristrutturazione di immobili	*61,7*		*50,2*		*53,0*	
l'acquisto di mezzi di trasporto	*30,0*		*44,5*		*44,1*	
l'acquisto di beni non-durevoli e servizi	*4,9*		*3,4*		*2,1*	
percentuale di famiglie indebitate presso amici e/o parenti	3,4		1,8		1,1	

Fonte: Banca d'Italia. *I bilanci delle famiglie italiane* (vari anni). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

(1) Medie semplici dei valori campionari riportati all'universo. – (2) Frequenze espresse in termini percentuali. – (3) Quote percentuali sul totale dell'attivo. – (4) Reddito disponibile netto (escluso quello da capitale finanziario). – (5) Fino a 13.000 euro nel 2002. Fino a 12.900 e 13.100 nei periodi 1991-95 e 1998-2002, rispettivamente. – (6) Oltre 38.500 euro nel 2002. Oltre 37.100 e 38.700 nei periodi 1991-95 e 1998-2002, rispettivamente. – (7) In rapporto al totale delle famiglie indebitate.

Differenze tra famiglie con e senza debiti si registrano anche per quanto riguarda la composizione della ricchezza finanziaria. Per le famiglie indebitate, il peso dei titoli di Stato è più contenuto rispetto ai non indebitati. La percentuale di famiglie che possiede quote di fondi comuni e azioni risulta più elevata tra quelle indebitate.

Ammontare e composizione della ricchezza nelle aree del Paese. – Nell'ultimo decennio l'ammontare e la composizione della ricchezza delle famiglie hanno mostrato variazioni legate sia alla dinamica dei prezzi delle attività finanziarie e reali, sia alla ricomposizione dei portafogli verso strumenti caratterizzati da maggiore rischiosità. Queste tendenze non hanno significativamente ridotto le preesistenti differenze tra le diverse aree dell'Italia.

Secondo le stime disponibili a livello territoriale, basate sui dati della contabilità finanziaria e reale, nel 2001 la ricchezza netta pro capite delle famiglie del Nord (143 mila euro) era più che doppia rispetto a quella delle famiglie residenti nel Mezzogiorno (68 mila) e superiore del 20 per cento a quella delle famiglie del Centro (120 mila). Nel Mezzogiorno la quota di ricchezza investita in attività reali superava di oltre nove punti percentuali quella delle regioni del Nord.

Nel corso del decennio si sono accentuati i divari nella composizione delle attività finanziarie nelle diverse ripartizioni territoriali. Tra il 1991 e il 2001 l'incidenza delle attività con basso rischio (depositi e titoli di Stato) sul totale delle attività finanziarie è scesa drasticamente sia al Nord sia al Centro (rispettivamente, dal 62,4 al 27,6 per cento e dal 71,0 al 36,8); il calo è stato assai più contenuto nel Mezzogiorno (dal 75,0 al 50,3 per cento).

Da un'analisi econometrica effettuata sui dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie nel 2002 emerge che le caratteristiche socio-demografiche e occupazionali della popolazione spiegano una parte rilevante delle differenze circa la diffusione delle attività e la composizione del portafoglio che si osservano tra Centro Nord e Mezzogiorno.

Le famiglie residenti nel Mezzogiorno tendono in media ad avere un capofamiglia più anziano, con un titolo di studio più basso (circa la metà ha la licenza elementare o nessun titolo di studio, contro un terzo al Nord) e più spesso disoccupato; le famiglie sono più numerose, ma il numero di percettori di reddito è più basso. Al Nord le famiglie sono in media più ricche; negli anni novanta hanno inoltre conseguito tassi di crescita della ricchezza più elevati rispetto al resto del Paese. Le stime econometriche indicano che l'insieme di tali fattori di diversità spiega circa un terzo del divario tra aree relativo alla quota di famiglie che detengono depositi bancari (pari nel 2002 al 56 per cento nel Mezzogiorno, al 92 al Nord e all'86 al Centro); a questi fattori, inoltre, sono in buona parte riconducibili sia la maggiore diffusione delle attività rischiose (azioni, quote di fondi comuni e obbligazioni private) al Centro Nord, sia la maggiore incidenza degli immobili sulla ricchezza delle famiglie nel Mezzogiorno.

La diffusione dei depositi bancari e postali. – In base all'Indagine sui bilanci delle famiglie italiane, nel 2002 il 14 per cento delle famiglie non disponeva di depositi in conto corrente o a risparmio presso una banca o le Poste (tav. D7); tale quota è rimasta pressoché costante negli ultimi dieci anni.

Le famiglie prive di depositi bancari o postali sono in media relativamente più povere in termini sia di ricchezza, sia di reddito. In particolare, circa un decimo non dispone di alcuna attività reale o finanziaria (diversa dal circolante), mentre il 54 per cento possiede la casa in cui vive (contro il 72 per cento delle famiglie titolari di depositi).

Tav. D7

CARATTERISTICHE SOCIO-ECONOMICHE DELLE FAMIGLIE ITALIANE DETENTRICI E NON DETENTRICI DI DEPOSITI (1)

(dati riferiti al 2002; frequenze in termini percentuali, salvo diversa indicazione)

Caratteristiche del capofamiglia	Famiglie senza depositi	Famiglie con depositi
Età (valori medi)	61	54
Sesso maschile	51,8	65,3
Istruzione		
Fino a licenza elementare	67,2	31,0
Licenza media o diploma	31,6	59,9
Laurea e oltre	1,2	9,2
Stato civile		
Coniugati	52,1	67,0
Vedovi	33,0	15,3
Occupazione		
Lavoratori autonomi	19,4	35,9
Pensionati	52,1	38,6
Disoccupati	8,6	2,0
Residenza		
Centro Nord	27,2	73,1
Mezzogiorno	72,8	26,9
Reddito inferiore alla mediana (2)	90,3	43,4
Ricchezza inferiore alla mediana (3)	84,8	45,4
Privi di attività finanziarie o reali	10,3	0,0
Proprietari della casa di residenza	53,9	72,0
Indebitati	7,2	22,1
Sportelli bancari per 100.000 abitanti nella provincia di residenza (valori medi)	39,3	55,4
Totale	**14,4**	**85,6**

Fonte: Banca d'Italia. *I bilanci delle famiglie italiane nel 2002.* Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*

(1) Depositi in conto corrente o a risparmio presso le banche o il sistema postale. Medie semplici dei valori campionari riportati all'universo. – (2) Per il campione, il valore mediano del reddito disponibile netto, escludendo i redditi da capitale, è pari a 23.000 euro. – (3) Per il campione, il valore mediano della ricchezza totale netta è pari a 110.000 euro.

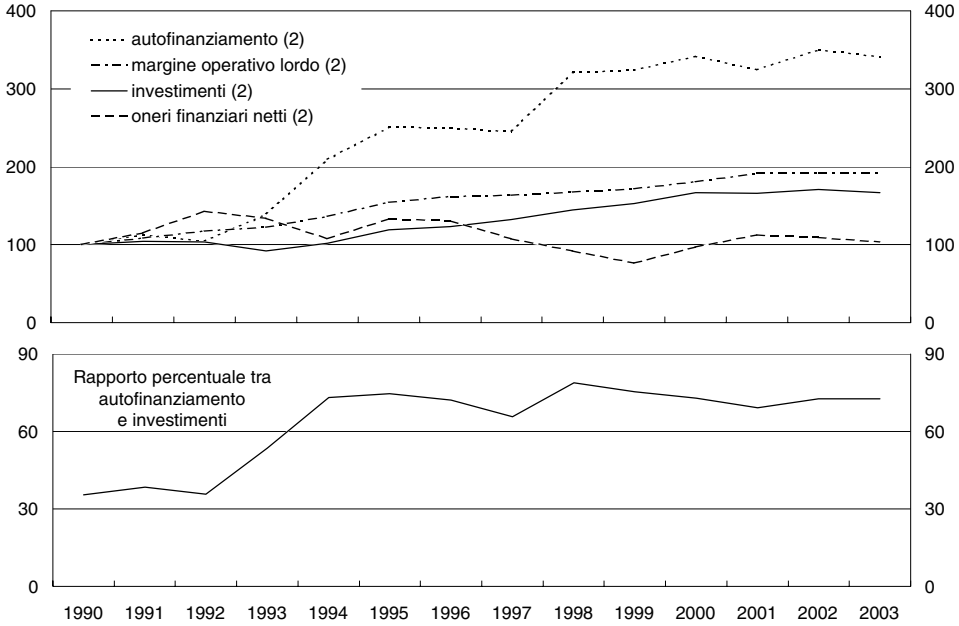
Le famiglie prive di depositi bancari o postali presentano caratteristiche socio-demografiche e occupazionali assai diverse rispetto alle altre: il capofamiglia è in media di età più avanzata, ha un grado di istruzione inferiore ed è più frequentemente senza occupazione. Da un'analisi riferita al periodo 1991-2002 emerge che, a parità di altre condizioni, la probabilità di avere depositi in conto corrente o a risparmio è superiore di quattro punti percentuali se il capofamiglia ha una laurea; la probabilità è invece inferiore di otto punti percentuali tra coloro che vivono nel Mezzogiorno e di cinque punti tra i disoccupati.

Il finanziamento e la situazione di liquidità delle imprese non finanziarie

Redditività e autofinanziamento. – La fase di debolezza ciclica si è riflessa sulla redditività operativa delle imprese: nel 2003 il margine operativo lordo (MOL) è sceso al 35 per cento del valore aggiunto (36 nel 2002), un valore contenuto rispetto a quello registrato nella seconda metà degli anni novanta. Il calo dei tassi di interesse ha determinato una diminuzione degli oneri finanziari (fig. D7), scesi in rapporto al valore aggiunto dal 5,2 nel 2002 al 4,9 per cento, un valore storicamente molto basso.

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, 1990-2002. I dati del 2003 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. Gli oneri finanziari netti sono stimati.

L'effetto della debolezza congiunturale sulla redditività d'impresa emerge anche dall'indagine della Banca d'Italia sulle imprese dell'industria e dei servizi con 20 addetti e oltre: la percentuale di quelle con bilanci in utile è scesa nel 2003, da 67 a 64. Tra le aziende con 500 addetti e oltre, il calo della quota è stato di entità analoga (dal 70 al 67 per cento).

Per effetto della flessione della redditività operativa, nel 2003 l'autofinanziamento è diminuito dal 15,2 al 14,5 per cento del valore aggiunto. In presenza di una riduzione degli investimenti, il loro grado di copertura con fondi generati all'interno dell'impresa è rimasto stabile al 73 per cento. Il fabbisogno finanziario delle imprese è stato pari a 32,0 miliardi (tav. D8).

Tav. D8

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE ITALIANE (1)

(milioni di euro e composizione percentuale)

Voci	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	Dicembre 2003	Composizione percentuale		2002	2003
		Dicembre 2002	Dicembre 2003		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	119.903	10,4	10,7	6.474	8.554
Altri depositi	10.067	0,8	0,9	–166	1.213
di cui: *bancari*	*8.897*	*0,7*	*0,8*	*–218*	*1.078*
Titoli a breve termine	69	0,0	0,0	–805	–879
Titoli a medio e a lungo termine	27.375	2,8	2,4	–947	–5.753
di cui: *pubblici*	*10.250*	*1,4*	*0,9*	*–1.083*	*–6.788*
di imprese	*6.377*	*0,5*	*0,6*	*553*	*268*
Azioni e partecipazioni	388.114	33,3	34,6	18.651	26.101
Quote di fondi comuni	4.532	0,4	0,4	–10	227
Crediti commerciali	238.659	24,1	21,3	42.630	–19.439
Altre attività finanziarie (2)	45.381	4,5	4,0	–1.032	–1.639
Attività sull'estero	288.603	23,7	25,7	1.841	27.750
di cui: *depositi*	*21.373*	*1,8*	*1,9*	*2.231*	*1.616*
crediti commerciali	*68.852*	*5,5*	*6,1*	*–5*	*9.683*
titoli	*18.903*	*1,7*	*1,7*	*–2.877*	*2.113*
azioni e partecipazioni	*129.961*	*10,4*	*11,6*	*9.810*	*8.595*
Totale attività	**1.122.703**	**100,0**	**100,0**	**66.635**	**36.135**
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	**1.951.951**	**88,6**	**88,0**	**112.857**	**63.644**
Debiti a breve termine (3)	313.929	14,5	14,2	–1.725	–3.217
di cui: *bancari*	*283.574*	*13,1*	*12,8*	*–1.943*	*–3.086*
Debiti a medio e a lungo termine (4)	366.204	14,6	16,5	40.606	47.254
di cui: *bancari*	*295.133*	*11,5*	*13,3*	*32.473*	*44.906*
Titoli	33.544	0,9	1,5	10.047	12.333
di cui: *a medio e a lungo termine*	*27.824*	*0,8*	*1,3*	*9.344*	*10.489*
Azioni e partecipazioni	887.981	41,8	40,0	14.476	23.859
Debiti commerciali	243.530	12,0	11,0	43.500	–19.835
Altre passività finanziarie (5)	106.763	4,8	4,8	5.953	3.250
Passività sull'estero	**265.249**	**11,4**	**12,0**	**–3.236**	**4.536**
di cui: *debiti commerciali*	*36.350*	*1,3*	*1,6*	*–631*	*8.421*
debiti finanziari	*92.158*	*4,5*	*4,2*	*–6.773*	*–6.440*
di cui: *titoli a medio e a lungo termine*	*13.751*	*0,9*	*0,6*	*–362*	*–4.921*
azioni e partecipazioni	*133.459*	*5,4*	*6,0*	*6.531*	*4.510*
Totale passività	**2.217.200**	**100,0**	**100,0**	**109.621**	**68.180**
SALDO	**–1.094.497**			**–42.986**	**–32.045**

(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.

In rapporto al PIL il fabbisogno finanziario delle imprese era pari nel 2003 al 2,5 per cento, quasi due punti percentuali al di sopra del minimo raggiunto nel 1999 (tav. D3). Tra il 1997 e il 1999 erano stati molto sostenuti il recupero della redditività e il conseguente aumento delle fonti interne di finanziamento: il rapporto tra autofinanziamento e valore aggiunto era cresciuto dal 13 al 16 per cento e il grado di copertura degli investimenti con fonti interne di finanziamento era aumentato dal 66 al 75 per cento. Nel 2000 il fabbisogno tornava ad aumentare, al 5,1 per cento del PIL; vi contribuiva l'espansione dei debiti finanziari in una fase caratterizzata dall'aumento delle operazioni di finanza straordinaria da parte delle imprese.

L'indebitamento. – Nel 2003 l'aumento delle passività finanziarie complessive delle imprese è stato più contenuto rispetto al 2002 (68 contro 110 miliardi). Assai elevata è risultata l'espansione della componente costituita dai prestiti a medio e a lungo termine erogati dalle banche; le emissioni nette di obbligazioni a più lunga scadenza sono invece state inferiori a quelle del 2002.

La crescita del peso dei debiti a medio e a lungo termine sul totale dei debiti finanziari (dal 47,8 al 51,1 per cento) è in parte da ricondurre a operazioni di revisione delle scadenze del passivo di alcuni grandi gruppi industriali.

In rapporto al PIL la consistenza delle passività finanziarie delle imprese italiane nel 2003 era pari al 170 per cento. Con riferimento al 2002, anno per il quale sono disponibili i dati relativi ad altri paesi, il rapporto risulta inferiore a quelli osservati nelle principali economie industriali, con l'eccezione della Germania (tav. D9).

Dal 1998 la crescita dei debiti finanziari (prestiti o titoli) delle imprese è stata assai sostenuta in tutti i maggiori paesi industriali; fa eccezione il Giappone, dove le imprese hanno mirato a ridurre il loro indebitamento, che toccava livelli elevati. Nei paesi occidentali la crescita dell'indebitamento delle imprese alla fine dello scorso decennio è legata in misura rilevante alla forte espansione delle operazioni di finanza straordinaria (fusioni e acquisizioni), oltre che alla ripresa degli investimenti reali. Tra il 2001 e il 2002, in una fase di progressivo rallentamento dell'economia, il rapporto tra debiti e prodotto si è stabilizzato intorno al 68 per cento negli Stati Uniti e in Germania e al 94 nel Regno Unito; ha proseguito invece a crescere, seppur lievemente, in Francia (dall'86 all'87); in Italia era pari al 60 per cento alla fine del 2002.

Dalla seconda metà dello scorso decennio il ricorso delle imprese a forme di finanziamento diretto sui mercati (obbligazionario e azionario), più diffuso nei paesi anglosassoni, è risultato intenso anche nei paesi dell'Europa continentale. Tra il 1995 e il 2000, in Italia, Francia e Germania si è ridotto il peso dei debiti contratti dalle imprese con le banche e con gli altri intermediari creditizi (di oltre dieci punti percentuali in Italia e Francia, di circa cinque in Germania), mentre si è accresciuto il peso delle azioni (di circa diciannove punti percentuali in Francia e in Italia, di sette in Germania) sul totale delle passività finanziarie. Dal 2000 nel passivo delle imprese aumentava la rilevanza della componente obbligazionaria. Queste tendenze hanno tuttavia soltanto attenuato le differenze nella composizione delle passività finanziarie delle imprese nei diversi paesi. In Italia e nel complesso dei mag-

giori paesi dell'area dell'euro il peso dei prestiti sul totale delle passività finanziarie delle imprese era pari nel 2002 a circa il 32 per cento, contro il 16 negli Stati Uniti. Il peso delle obbligazioni rimaneva contenuto in Italia e in Germania (2,3 per cento nel 2002), rispetto a valori superiori al 10 per cento nel Regno Unito e negli Stati Uniti.

Tav. D9

COMPOSIZIONE DELLE PASSIVITÀ FINANZIARIE DELLE IMPRESE (1)
(consistenze di fine periodo)

Paesi	Anni	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	Per memoria:		
						Passività finanziarie		Attività finanziarie
							di cui: *debiti finanziari*	
		Quote percentuali sul totale				*In rapporto al PIL*		
	1995	5,8	27,9	47,2	19,1	2,18	*0,73*	1,33
Francia	2000	4,7	17,1	66,9	11,3	3,79	*0,83*	2,33
	2002	7,3	24,3	52,9	15,5	2,76	*0,87*	1,86
	1995	2,7	40,0	44,8	12,5	1,19	*0,51*	0,72
Germania	2000	1,5	34,9	52,1	11,5	1,78	*0,65*	1,12
	2002	2,3	43,2	40,7	13,8	1,49	*0,68*	0,90
	1995	9,1	40,5	30,2	20,2	3,03	*1,50*	1,62
Giappone (4)	2000	9,3	37,2	33,5	20,0	2,68	*1,25*	1,47
	2002	10,4	40,6	27,3	21,7	2,29	*1,17*	1,34
	1995	1,8	40,0	35,8	22,4	1,22	*0,51*	0,60
Italia	2000	1,1	29,6	54,4	14,9	1,89	*0,58*	1,04
	2002	2,3	32,1	49,4	16,2	1,75	*0,60*	0,85
	1995	6,2	23,7	62,1	8,0	2,13	*0,64*	0,76
Regno Unito	2000	7,9	22,0	65,4	4,7	2,96	*0,89*	1,25
	2002	10,6	30,7	53,0	5,7	2,27	*0,94*	1,21
	1995	9,3	14,1	56,9	19,7	2,38	*0,56*	0,75
Stati Uniti (5)	2000	8,9	12,9	58,3	19,9	3,05	*0,66*	1,15
	2002	11,3	15,6	49,3	23,8	2,53	*0,68*	1,13
Per memoria:								
	1995	3,8	33,4	44,1	18,7	1,53	*0,57*	0,89
Euro 4 (6)	2000	2,7	25,0	58,7	13,6	2,46	*0,68*	1,50
	2002	3,9	31,7	47,5	16,9	2,04	*0,73*	1,31

Fonte: Eurostat, se non altrimenti specificato nelle note.
(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*. – (2) Comprendono anche le partecipazioni. – (3) Riserve tecniche di assicurazione e fondi pensione. – (4) Fonte: Bank of Japan, *Flow of Funds Accounts*. – (5) Fonte: Federal Reserve System – Board of Governors, *Flow of Funds Account of the United States, 1995-2003*. Dati riferiti al settore *Nonfinancial Business*. – (6) Media ponderata di Francia, Germania, Italia e Spagna.

In presenza di un'espansione dei debiti finanziari assai più sostenuta di quella del patrimonio, il *leverage* (il rapporto tra i debiti finanziari e la somma dei debiti finanziari e del patrimonio netto) delle imprese italiane è cresciuto dal 42,2 per cento nel 2002 al 44,1 nel 2003 (fig. D6). Il rapporto è tuttora più basso di quello registrato in media nella prima metà degli anni novanta (prossimo al 55 per cento); esso risulta analogo a quello osservato nell'area dell'euro.

La raccolta di capitale di rischio e il venture capital. – La raccolta di capitale di rischio sotto forma sia di azioni, sia di partecipazioni è ammontata nel 2003 a 23,9 miliardi nella componente interna e a 4,5 miliardi in quella estera (rispettivamente, 14,5 e 6,5 miliardi nel 2002). Secondo i dati diffusi dall'Associazione italiana del private equity e venture capital, gli investimenti effettuati da società di venture capital sono aumentati a 3,0 miliardi (2,6 nel 2002). La raccolta da parte dei fondi di venture capital si è mantenuta pressoché stabile sui livelli del 2002 (circa 2 miliardi).

*In Europa il valore delle operazioni di venture capital è calato rispetto al 2002 (da circa 27 a 23 miliardi); la maggior parte dei fondi ha finanziato operazioni di acquisizione di imprese. Anche in Italia gli investimenti delle società di venture capital sono riconducibili, come nel 2002, soprattutto al finanziamento di alcune grandi operazioni di acquisizione di imprese (*buy out*), che hanno assorbito circa i tre quarti del totale; ha, tuttavia, mostrato una ripresa il numero di operazioni di venture capital verso imprese nelle prime fasi di sviluppo. È ancora calato il peso degli investimenti destinati alle imprese che operano nei settori a elevato contenuto tecnologico (dal 12 al 7 per cento dell'ammontare complessivo). Gli investimenti effettuati in Italia sono di ammontare simile a quelli relativi alla Germania; valori inferiori si osservano in Spagna e nei Paesi Bassi (attorno a 1 miliardo), lievemente superiori in Francia (4 miliardi). Negli Stati Uniti il valore delle operazioni di venture capital è ancora sceso nel 2003 (a 18,2 miliardi di dollari, da 21,4 nel 2002), pur se in misura più contenuta rispetto al triennio precedente. Gli investimenti statunitensi in imprese nelle fasi iniziali di sviluppo sono lievemente diminuiti, ma pesano tuttora per il 20 per cento circa del totale; tra i settori di attività, quelli del software e delle biotecnologie hanno assorbito quote relativamente elevate di risorse (7,0 miliardi di dollari complessivamente).*

I debiti commerciali. – I debiti commerciali, interni ed esteri, si sono ridotti in Italia di 11,4 miliardi (tav. D8); alla fine del 2003 la loro consistenza era pari al 13 per cento del totale delle passività finanziarie delle imprese.

Dalle indagini campionarie svolte dalla Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi con 20 addetti e oltre risulta che nel 2003 l'importo dei crediti commerciali in rapporto al fatturato è stato pari in media al 24 per cento. Le dilazioni di pagamento concesse ai clienti hanno una durata media pari a 88 giorni e prevedono nel 13 per cento dei casi un onere esplicito per il cliente (12 per cento nel 2002). L'incidenza dei crediti che sono stati riscossi oltre la scadenza è rimasta stabile attorno al 31 per cento; il ritardo medio è stato di circa 45 giorni (42 nel 2002).

Le attività finanziarie e le operazioni di fusione e acquisizione. – Nel 2003 le azioni e le partecipazioni possedute dalle imprese italiane sono aumentate di 34,7 miliardi, contro 28,5 nel 2002.

Nel 2003, con il recupero dei corsi azionari, si è registrata nei principali paesi una ripresa del numero di operazioni di fusione e acquisizione. Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le più importanti operazioni, il numero delle fusioni e delle acquisizioni di interessi di maggioranza nel complesso dei paesi è stato pari a 8.064 (il 14 per cento in più rispetto al 2002); il controvalore è ammontato a 550 miliardi di euro, come nell'anno precedente. Le operazioni che hanno avuto per oggetto imprese residenti rispettivamente negli Stati Uniti, nell'area dell'euro e in Italia sono state 1.664, 1.220 e 168 (rispettivamente 1.451, 1.046 e 116 nel 2002). Il valore delle operazioni è aumentato da 230 a 266 miliardi per gli Stati Uniti ed è invece diminuito rispettivamente da 126 a 61 miliardi e da 23 a 11 miliardi per le transazioni effettuate nell'area dell'euro e in Italia, per effetto del minore numero di operazioni tra grandissime imprese.

Le condizioni finanziarie delle imprese italiane

Tendenze di medio periodo dell'indebitamento e dei profitti. – Dopo la riduzione registrata negli anni novanta, nel 2001 e nel 2002 l'indebitamento delle imprese italiane è tornato a crescere; i profitti hanno subito un calo, dopo i risultati soddisfacenti conseguiti nella seconda metà degli anni novanta.

Sulla base dei dati disponibili fino al 2002 relativi alle circa 40.000 unità produttive del settore non finanziario censite dalla Centrale dei bilanci, campione più rappresentativo delle imprese pluriaffidate di media e grande dimensione, il cui valore aggiunto complessivo è pari a quasi il 40 per cento di quello del settore delle imprese non finanziarie, il *leverage*, in costante discesa dal 1992 al 2000 (dal 60 al 50 per cento), è successivamente risalito, seppur lievemente (tav. D10). Il rapporto tra i debiti finanziari e il fatturato era pari al 30,6 per cento nel 2002; quello tra debiti finanziari e valore aggiunto al 141 per cento.

Nella seconda metà degli anni novanta la riduzione dell'indebitamento e la forte discesa dei tassi di interesse si riflettevano nel calo molto pronunciato del peso degli oneri finanziari netti in rapporto al margine operativo lordo (MOL). Nonostante le tendenze recenti, il *leverage* e i rapporti tra debiti finanziari e fatturato e tra oneri finanziari netti e MOL rimangono su valori storicamente bassi.

La redditività delle imprese italiane incluse nel campione ha subito nel tempo forti oscillazioni. Durante la fase di ripresa nella seconda metà degli anni novanta era aumentato sia il rapporto tra utili e capitale investito, sia quello tra margini lordi e valore aggiunto. Tra il 2000 e il 2002, la debolezza congiunturale si è riflessa sui profitti: il rapporto tra margini lordi e valore aggiunto è sceso al 43 per cento; gli utili netti in rapporto al patrimonio (ROE) sono diminuiti, portandosi al 3,2 per cento nel 2002, un valore comunque superiore a quello, assai ridotto, registrato nella fase recessiva del 1992-93. Al

calo degli utili si è associato quello dell'autofinanziamento, sceso al 18 per cento del valore aggiunto, da valori in media superiori al 20 nel 1999-2000.

Stime econometriche condotte sulle imprese della Centrale dei bilanci indicano che il legame tra investimenti e fonti interne di finanziamento è più stretto per le imprese meno trasparenti (ad esempio, quelle giovani o di piccola dimensione) e per quelle con una struttura finanziaria meno equilibrata (più indebitate e con un peso maggiore degli oneri finanziari); queste imprese incontrano maggiori ostacoli nel reperire capitali esterni. La necessità di disporre di un adeguato autofinanziamento può costituire un freno allo sviluppo.

Indebitamento e profitti per dimensione d'impresa. – La crescita dell'indebitamento e la riduzione dei profitti nel biennio 2001-02 sono risultate accentuate per le imprese di maggiore dimensione, con almeno 500 addetti. Per questa classe il *leverage* è aumentato tra i due anni dal 42 al 46 per cento; il rapporto tra utili e patrimonio netto è sceso nel 2002 allo 0,7 per cento, dal 7,7 del 2000. Tuttavia, il *leverage* di queste imprese rimaneva inferiore a quello osservato per le aziende di minore dimensione (46 contro 55 per cento nel 2002).

L'analisi di un campione internazionale di imprese quotate, di dimensione in media elevata e rappresentative di oltre l'80 per cento della capitalizzazione di borsa delle società non finanziarie dei rispettivi paesi alla fine del 2002, indica che le imprese italiane quotate hanno un rapporto tra MOL e fatturato superiore a quello delle imprese della UE e analogo a quello delle imprese degli Stati Uniti. Le imprese italiane quotate si caratterizzano inoltre per un rapporto tra debiti finanziari e fatturato (37 per cento nel 2002) più elevato rispetto a quello registrato dalle imprese quotate degli altri paesi (rispettivamente, 24 e 32 per cento per quelle europee e degli Stati Uniti). Il rapporto tra utili netti e patrimonio (ROE) è inferiore rispetto a quelli osservati in Europa e negli Stati Uniti.

Dispersione delle condizioni finanziarie. – Gli indicatori di redditività e di indebitamento riferiti all'aggregato delle imprese sintetizzano un'ampia variabilità di condizioni delle singole imprese (tav. D10).

Per il 25 per cento delle imprese del campione della Centrale dei bilanci con il peggior rapporto tra MOL e totale dell'attivo nel 2002, il valore aggiunto non era in media sufficiente a coprire il costo del lavoro. Il loro peso relativo in termini di valore aggiunto è cresciuto nell'ultimo biennio, all'11 per cento del totale del campione; il peso in termini di fatturato è salito a oltre il 20 per cento.

Tav. D10

REDDITIVITÀ E INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE ITALIANE (1)

(medie ponderate; valori percentuali)

	Totale campione					Peggiore 25 per cento (2)				
	1990	1995	2000	2001	2002	1990	1995	2000	2001	2002
	MOL (3)*/totale attivo*									
Centro Nord	9,9	11,1	8,5	8,9	8,2	1,2	–0,6	–2,5	–2,0	–2,4
Mezzogiorno	7,1	7,8	6,8	6,1	5,7	–0,8	–1,1	–3,3	–3,5	–2,5
1–499 addetti	9,6	10,3	8,1	8,1	7,8	0,5	–1,5	–2,6	–2,3	–2,3
>= 500 addetti	9,8	11,9	9,4	9,8	8,6	1,5	0,6	–3,2	–2,1	–2,6
Totale imprese	**9,6**	**10,8**	**8,3**	**8,6**	**8,0**	**1,0**	**–0,7**	**–2,6**	**–2,2**	**–2,4**
	Oneri finanziari netti/MOL (3) (4)									
Centro Nord	23,6	16,3	2,1	3,2	1,5	102,4	84,3	61,7	67,4	59,8
Mezzogiorno	33,3	25,7	12,4	12,4	9,5	102,0	99,2	66,8	65,1	58,7
1–499 addetti	29,9	20,9	9,6	10,1	8,3	101,0	84,4	61,1	64,5	59,6
>= 500 addetti	18,4	10,9	–5,5	–3,3	–5,2	108,3	88,2	65,7	84,5	58,8
Totale imprese	**24,4**	**17,0**	**2,8**	**3,8**	**2,0**	**102,3**	**86,5**	**62,4**	**67,1**	**59,6**
	ROE (5)									
Centro Nord	6,4	8,1	7,3	5,0	3,3	–15,2	–17,5	–17,7	–24,0	–24,3
Mezzogiorno	2,3	4,7	4,4	–1,3	2,7	–16,4	–13,2	–16,4	–26,8	–12,6
1–499 addetti	6,6	8,1	6,6	6,2	5,9	–16,0	–18,7	–19,9	–21,6	–19,4
>= 500 addetti	5,3	7,6	7,7	3,0	0,7	–15,0	–14,0	–18,4	–29,0	–25,2
Totale imprese	**6,0**	**7,8**	**7,1**	**4,5**	**3,2**	**–15,4**	**–16,8**	**–17,6**	**–24,4**	**–22,7**
	Debiti finanziari/fatturato									
Centro Nord	32,4	28,8	28,3	29,3	30,7	87,1	73,0	79,9	83,7	86,3
Mezzogiorno	37,5	34,2	28,3	30,1	29,5	83,5	91,7	82,5	83,2	87,4
1–499 addetti	28,3	26,0	28,1	28,5	28,0	78,5	70,8	79,6	81,7	82,1
>= 500 addetti	39,1	34,8	29,4	30,6	35,2	93,3	75,7	78,5	84,5	90,5
Totale imprese	**32,8**	**29,3**	**28,3**	**29,3**	**30,6**	**86,7**	**74,6**	**80,1**	**83,7**	**86,4**
	Leverage (6)									
Centro Nord	57,5	55,4	50,1	50,3	50,5	87,7	92,4	91,6	91,8	90,6
Mezzogiorno	57,4	56,1	50,4	51,6	50,8	88,6	96,2	90,9	89,2	89,0
1–499 addetti	58,8	58,2	56,7	56,6	54,7	87,8	91,4	91,4	91,4	89,9
>= 500 addetti	56,2	51,7	41,6	43,5	45,9	87,6	96,2	90,6	91,6	91,0
Totale imprese	**57,5**	**55,4**	**50,2**	**50,4**	**50,5**	**87,9**	**92,9**	**91,5**	**91,6**	**90,5**

Fonte: elaborazioni su dati Centrale dei bilanci.

(1) Valori di bilancio. I dati per il totale delle imprese comprendono anche le informazioni per quelle per le quali non è disponibile l'indicazione relativa all'area geografica o alla classe dimensionale di appartenenza. – (2) Il quartile è individuato sul complesso del campione; il peggiore 25 per cento si riferisce, di volta in volta, alle imprese con la redditività più bassa, gli oneri finanziari netti in rapporto al MOL più alti, il ROE più basso, il rapporto tra debiti finanziari e fatturato o il *leverage* più alti. – (3) Margine operativo lordo. – (4) I calcoli sono effettuati escludendo le imprese con valori del MOL nulli o negativi. – (5) Utile d'esercizio/patrimonio netto. L'utile è al lordo degli ammortamenti anticipati e di altre rettifiche e rivalutazioni. – (6) Debiti finanziari/(debiti finanziari+patrimonio netto).

Per il 25 per cento delle imprese con ROE più basso, nel 2002 le perdite sono state, in media, superiori al 22 per cento del patrimonio (24 nel 2001), con un peggioramento rispetto agli inizi dello scorso decennio.

Tra queste imprese nel 2002 le perdite sono state maggiori per quelle del Centro Nord e per quelle con almeno 500 addetti. Il progressivo deterioramento della situazione reddituale delle grandi imprese è indicato dall'aumento del peso del peggiore 25 per cento in termini di valore aggiunto, passato dal 17 al 23 per cento del totale tra il 2000 e il 2002.

Tra il 2001 e il 2002 il *leverage* medio del 25 per cento di imprese più indebitate è diminuito di un punto percentuale, al 90 per cento, un valore elevato, ma inferiore a quello registrato nel biennio 1992-93. Tra le imprese più indebitate è aumentato il peso di quelle grandi, in particolare al Centro Nord. Per il venticinque per cento delle imprese con un rapporto tra debiti finanziari e fatturato più alto, tale indicatore era anch'esso elevato e pari, in media, all'86 per cento nel 2002 (84 nel 2001).

Per il quarto delle imprese con rapporto tra oneri finanziari netti e MOL più elevato, il peso degli oneri finanziari si è ridotto, in media, dal 67,1 al 59,6 per cento tra il 2001 e il 2002; era superiore al 100 per cento nel 1990.

LE BANCHE E GLI ALTRI INTERMEDIARI CREDITIZI

In una situazione di incertezza sulle prospettive di ripresa le banche italiane hanno continuato a espandere i finanziamenti all'economia. Le politiche di contenimento dei costi e di rafforzamento della base patrimoniale perseguite negli anni passati hanno consentito di far fronte alla crisi di importanti imprese.

La crescita dei prestiti nel corso del 2003 si è mantenuta più elevata di quella media dell'area dell'euro e di quella del PIL nominale (tav. D11 e fig. D8); il rapporto tra crediti e prodotto è aumentato di oltre due punti percentuali, all'84,7 per cento.

Tav. D11

DEPOSITI, OBBLIGAZIONI E PRESTITI NELL'AREA DELL'EURO E IN ITALIA (1)
(definizioni armonizzate; variazioni percentuali sui 12 mesi)

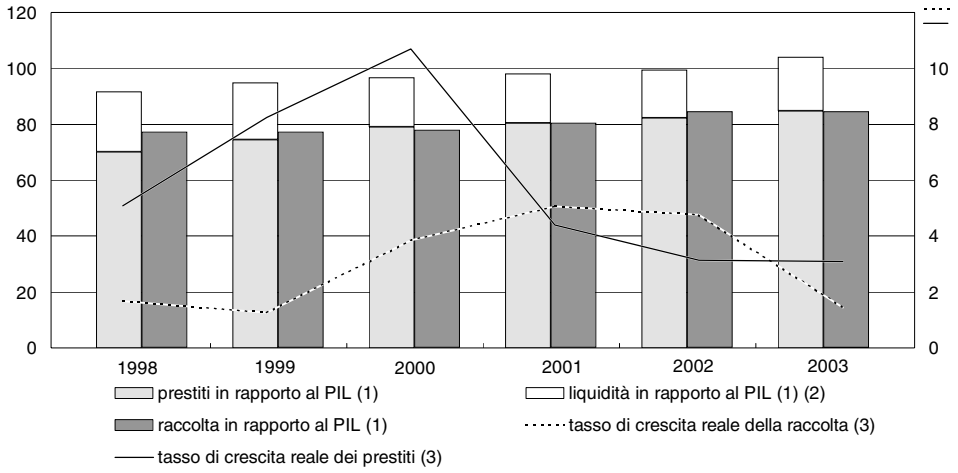
Periodo	Depositi					Obbligazioni (2)	Prestiti
		di cui: esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali					
		Conti correnti	Con durata prestabilita	Rimborsabili con preavviso	Pronti contro termine		
	Area dell'euro (3)						
2002 – dic.	3,8	5,3	1,7	5,3	4,4	5,5	4,1
2003 – mar. ...	5,3	7,9	1,8	7,3	1,8	5,3	4,0
giu.	6,0	8,2	1,6	9,2	–2,0	5,0	4,1
set.	5,6	8,5	1,3	9,3	–6,7	5,8	4,5
dic.	5,5	8,0	1,7	8,4	–4,4	7,5	5,1
2004 – mar. ...	5,1	9,3	0,2	7,2	–2,3	9,1	5,2
	Italia (4)						
2002 – dic.	6,7	7,2	–8,6	5,4	17,2	10,3	6,3
2003 – mar. ...	4,2	7,0	–11,3	6,0	–2,2	8,7	6,9
giu.	4,9	8,3	–7,3	5,3	–9,1	6,4	6,8
set.	4,5	8,3	–9,2	6,0	–10,2	6,1	7,8
dic.	2,2	5,9	–10,2	5,1	–15,7	8,6	6,7
2004 – mar. ...	3,1	7,8	–7,8	5,6	–19,9	10,0	5,8

(1) Dati di fine periodo. I dati di marzo 2004 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.

Fig. D8

INDICATORI DELL'INTERMEDIAZIONE BANCARIA IN ITALIA

(dati di fine anno; valori percentuali)



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.

I prestiti alle società non finanziarie hanno accelerato, soprattutto nei settori dei servizi e delle costruzioni. Non sono emersi segni di restrizione dell'offerta di credito: i margini disponibili sugli affidamenti in conto corrente rimangono ampi; i tassi di interesse bancari si collocano sui valori minimi degli ultimi cinquant'anni (fig. D9).

Nel primo trimestre del 2004 il credito alle imprese ha rallentato, soprattutto nei confronti di aziende di grande dimensione. Potrebbe avervi contribuito una maggiore cautela nell'erogazione del credito in seguito al dissesto, nel dicembre del 2003, del gruppo Parmalat.

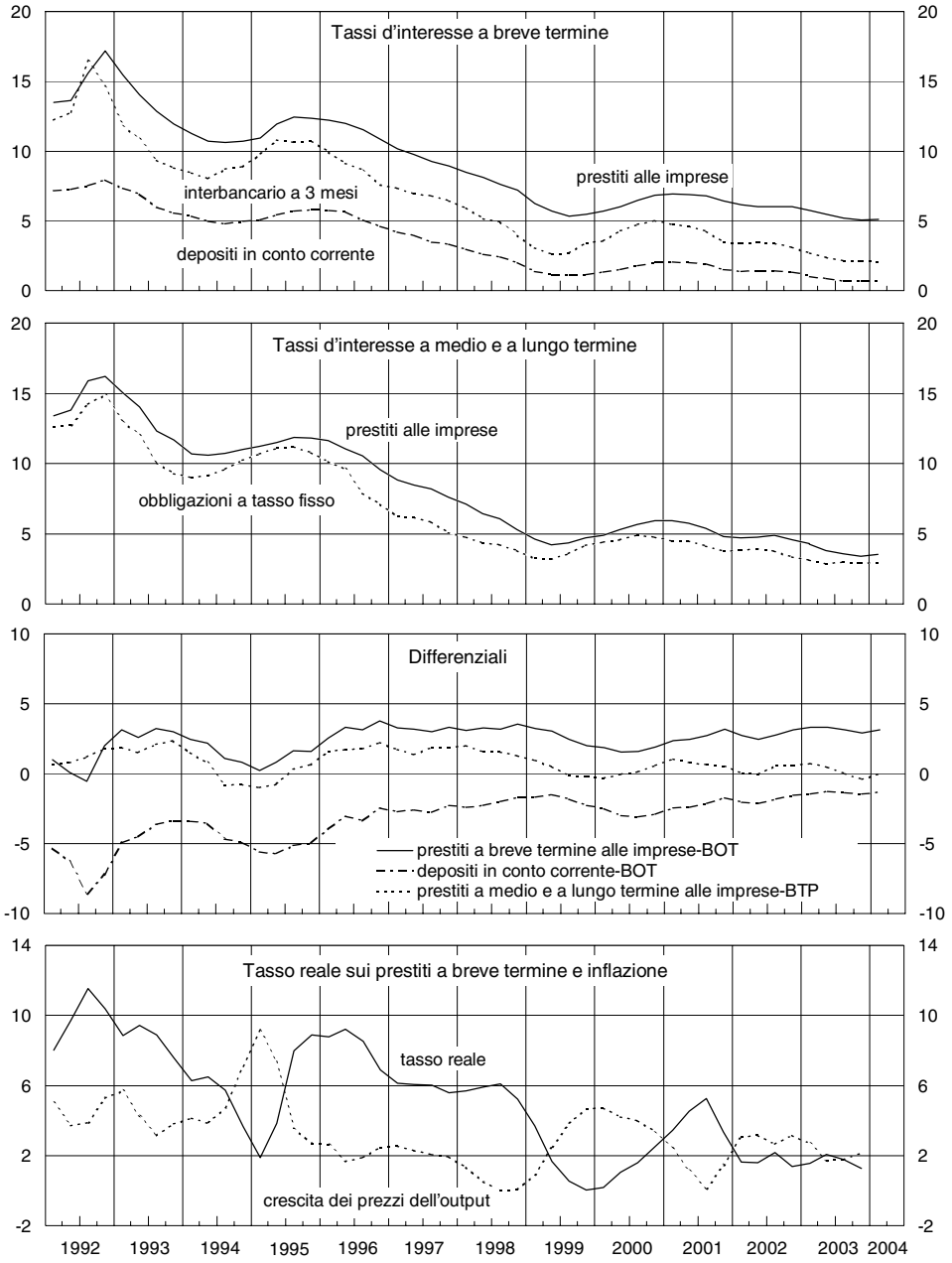
Hanno continuato a espandersi a ritmi sostenuti i prestiti alle famiglie, in particolare quelli destinati a finanziare l'acquisto di abitazioni. In rapporto al PIL il credito alle famiglie rimane basso nel confronto internazionale.

La qualità degli attivi bancari ha risentito del ristagno prolungato dell'economia e della crisi di alcuni grandi gruppi industriali; tuttavia il deterioramento è stato di entità contenuta, di gran lunga inferiore rispetto ad analoghe fasi congiunturali del passato. Al netto degli effetti riconducibili all'ingresso in sofferenza di finanziamenti concessi alle società coinvolte nella crisi del gruppo Parmalat, il rapporto tra i prestiti iscritti a sofferenza e il totale dei finanziamenti è rimasto stabile al Centro Nord; è lievemente aumentato nel Mezzogiorno.

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 bancaria sull'interno è cresciuta a un ritmo moderato, riflettendo la dinamica dei depositi; le emissioni obbligazionarie hanno continuato a espandersi in misura cospicua, sostenute dall'incremento dei

collocamenti sull'euromercato. Il divario tra la crescita dei prestiti e quella della raccolta sull'interno è stato colmato aumentando l'indebitamento netto verso l'estero. Il rapporto tra le attività liquide e i prestiti si è ulteriormente ridotto, raggiungendo il valore più basso dell'ultimo trentennio.

La redditività bancaria è tornata a crescere, beneficiando dell'aumento del margine di intermediazione. Le spese per il personale hanno registrato un'accelerazione, dovuta all'incremento dei costi per addetto e degli oneri straordinari connessi con gli incentivi all'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. Nonostante la forte crescita delle rettifiche nette di valore su crediti, il rendimento del capitale (ROE), espresso in ragione d'anno, è aumentato al 7,2 per cento, dal 6,2 del 2002.

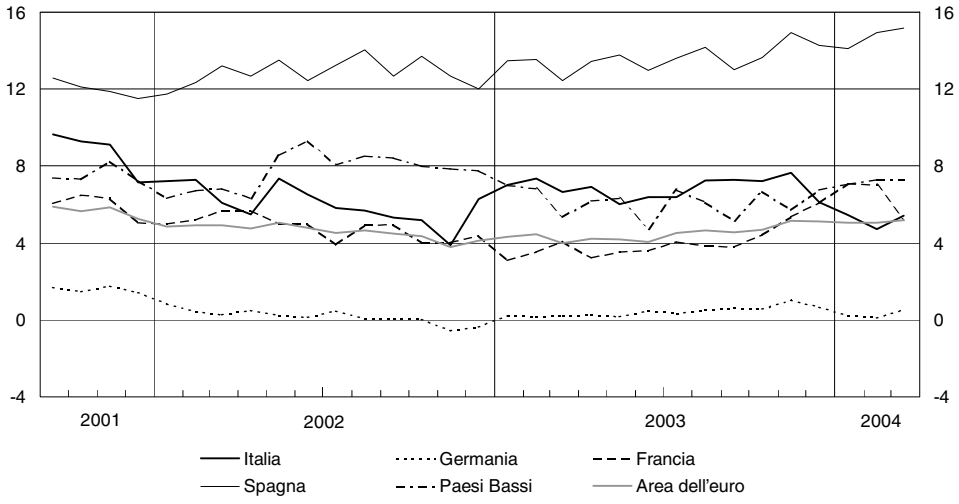
I prestiti

Nel 2003 il credito bancario è aumentato del 6,7 per cento in Italia e del 5,1 per cento nell'area dell'euro (tav. D11; fig. D10). Sia nel nostro paese sia nell'area la crescita dei prestiti si è concentrata nella componente a medio e a lungo termine, anche in ragione del forte sviluppo dei finanziamenti connessi con transazioni in attività immobiliari. In Italia i crediti con scadenza oltre i 18 mesi sono aumentati del 13,3 per cento (tav. D12), a fronte di un calo dell'1,5 per cento di quelli a breve termine.

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.*

Tav. D12

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)					
				2003				2004	
	Dic. 2002	Dic. 2003	Mar. 2004	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	Dicembre 2003
Attività									
Titoli	–15,6	4,2	4,1	7,1	8,9	7,8	–6,3	7,0	170.353
di cui: *titoli di Stato*	*–19,8*	*–3,9*	*–3,7*	*2,1*	*6,4*	*14,7*	*–31,7*	*3,3*	*99.610*
Prestiti	6,3	6,7	5,8	7,6	7,2	7,2	5,4	4,0	1.100.054
di cui (3):									
a breve termine (a)	*0,4*	*–1,5*	*–4,4*	*0,8*	*0,3*	*–3,3*	*–3,5*	*–9,9*	*457.354*
a medio e a lungo termine (b)	*11,7*	*13,3*	*13,8*	*12,6*	*11,9*	*17,1*	*11,7*	*14,7*	*581.810*
(a)+(b)	*6,1*	*6,3*	*5,4*	*6,9*	*6,4*	*7,4*	*4,7*	*3,5*	*1.039.164*
pronti contro termine	*–7,3*	*–1,1*	*–21,6*	*120,9*	*7,0*	*–58,1*	*–3,3*	*–12,9*	*6.217*
sofferenze (4)	*1,9*	*10,7*	*11,2*	*6,2*	*8,3*	*5,8*	*23,2*	*8,5*	*51.243*
Per memoria:									
sofferenze nette	*–0,4*	*9,3*	*1,8*	*–10,0*	*4,7*	*1,1*	*48,3*	*–31,2*	*23.140*
Attività sull'estero	19,8	0,4	1,8	3,9	–2,4	–6,2	6,9	9,7	212.979
Passività									
Raccolta sull'interno (5)	8,0	4,4	5,6	3,9	6,3	3,8	3,9	8,2	1.099.652
Depositi	6,7	2,2	3,1	2,7	5,3	3,8	–2,9	6,1	700.514
di cui (6):									
in conto corrente	*7,2*	*5,9*	*7,8*	*9,1*	*10,5*	*7,3*	*–1,1*	*14,4*	*515.703*
con durata prestabilita	*–8,6*	*–10,2*	*–7,8*	*–18,4*	*1,0*	*–9,0*	*–13,4*	*–9,2*	*44.042*
rimborsabili con preavviso	*5,4*	*5,1*	*5,6*	*10,9*	*3,9*	*5,4*	*1,0*	*12,9*	*64.853*
pronti contro termine	*17,2*	*–15,7*	*–19,9*	*–24,8*	*–20,4*	*–9,4*	*–10,7*	*–36,0*	*68.184*
Obbligazioni (5)	10,3	8,6	10,0	6,1	8,1	3,6	17,0	11,8	399.137
Passività sull'estero	–3,2	11,1	6,0	45,8	2,7	–2,1	3,7	21,1	286.445

(1) I dati di marzo 2004 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. – (4) Le variazioni percentuali non sono depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (5) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti. – (6) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

I prestiti alle imprese. – I prestiti alle imprese, al netto delle partite in sofferenza e dei pronti contro termine, sono cresciuti del 6,3 per cento (4,2 nel 2002; tav. D13). La domanda di credito è stata alimentata soprattutto dal basso livello dei tassi di interesse, nonché dalla riduzione delle fonti interne di finanziamento (cfr. il capitolo: *Il risparmio finanziario delle famiglie e il finanziamento delle imprese*).

Nell'area dell'euro i prestiti alle società non finanziarie hanno lievemente decelerato dal 3,6 del 2002 al 3,4 per cento del 2003 (fig. D11). Il credito è aumentato a un ritmo sostenuto in Spagna, soprattutto nella componente a medio e a lungo termine, e più lentamente nei Paesi Bassi. I prestiti alle imprese si sono ridotti di circa l'1 per cento in Germania e in Francia.

PRESTITI DELLE BANCHE ITALIANE PER AREA GEOGRAFICA E SETTORE DI ATTIVITÀ ECONOMICA (1)

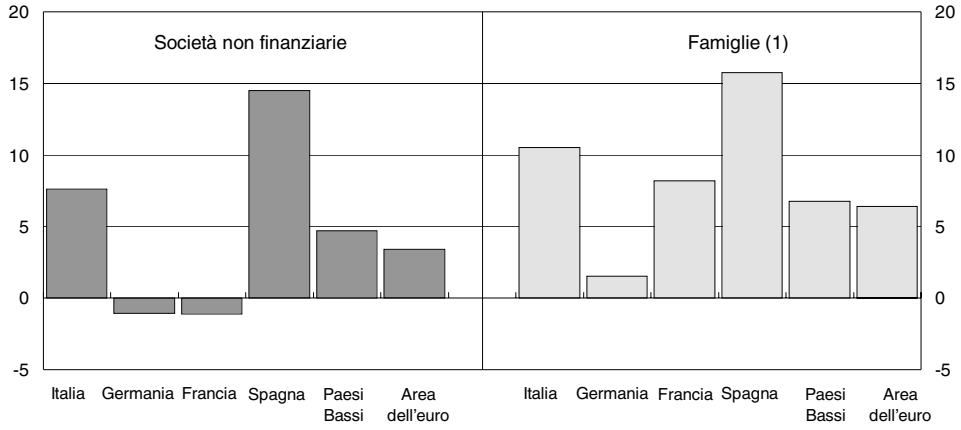
Periodi	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Imprese					Famiglie		Totale
				Finanziarie di partecipazione	Società non finanziarie					
						Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi	Consumatrici	Produttrici (2)	
					Variazioni percentuali sui 12 mesi (3)						
					Centro Nord						
2002 – dic.	–3,5	11,3	3,9	5,4	3,7	–0,4	9,3	5,6	11,3	8,8	6,0
2003 – mar.	–6,0	8,3	5,6	6,2	5,5	–0,3	9,2	7,9	11,6	8,4	6,5
giu.	–1,5	11,0	5,2	–2,0	5,8	1,7	10,0	7,3	8,7	9,2	6,4
set.	–3,7	9,8	7,2	–0,6	7,9	3,6	10,8	10,8	9,7	10,9	7,6
dic.	–9,6	2,2	6,4	3,1	6,6	1,0	13,8	11,0	11,5	9,4	6,0
2004 – mar.	–2,8	1,9	3,8	–3,7	4,4	–0,4	12,2	9,0	12,3	8,9	5,1
					Mezzogiorno						
2002 – dic.	6,7	–14,3	7,1	1,2	7,1	0,3	8,3	10,9	8,7	7,0	6,9
2003 – mar.	8,4	–19,5	8,5	–7,5	8,6	1,3	8,7	11,1	9,7	6,3	7,8
giu.	4,9	–20,3	7,0	21,9	7,0	1,3	9,4	10,1	8,4	6,6	6,5
set.	8,4	–16,6	6,9	0,0	6,9	2,3	9,0	9,8	9,2	8,0	7,2
dic.	11,1	6,9	6,2	–12,7	6,3	2,5	8,7	9,5	9,6	9,1	7,9
2004 – mar.	0,5	–1,3	6,0	25,0	5,9	1,9	7,3	9,2	11,1	9,0	7,6
					ITALIA						
2002 – dic.	–2,5	10,4	4,2	5,3	4,1	–0,2	9,4	6,2	10,8	8,4	6,1
2003 – mar.	–4,4	7,3	5,9	6,1	5,9	0,3	9,4	8,5	11,2	8,0	6,6
giu.	–0,7	10,0	5,4	–1,8	5,9	2,0	10,1	7,9	8,6	8,6	6,5
set.	–2,3	9,0	7,1	–0,6	7,8	3,8	10,7	10,9	9,6	10,3	7,4
dic.	–7,2	2,3	6,3	2,9	6,6	1,5	13,1	11,1	11,1	9,3	6,3
2004 – mar.	–2,4	1,8	4,0	–3,5	4,6	–0,1	11,4	9,2	12,0	8,9	5,4
					Consistenza dei prestiti a marzo 2004 (4) *(milioni di euro)*						
Centro Nord ...	46.956	113.947	502.211	36.192	466.019	156.341	55.212	217.297	185.680	49.683	898.477
Mezzogiorno ..	7.114	3.061	61.020	340	60.680	17.048	9.563	28.123	48.577	14.213	133.985
ITALIA	54.070	117.008	563.231	36.532	526.699	173.384	64.777	245.437	234.257	63.896	1.032.462
					Composizione percentuale dei prestiti a marzo 2004 (4)						
Centro Nord ...	5,2	12,7	55,9	4,0	51,9	17,4	6,1	24,2	20,7	5,5	100,0
Mezzogiorno ..	5,3	2,3	45,5	0,3	45,3	12,7	7,1	21,0	36,3	10,6	100,0
ITALIA	5,2	11,3	54,6	3,5	51,0	16,8	6,3	23,8	22,7	6,2	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 Eurosistema. 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.

Fig. D11

CRESCITA DEI PRESTITI PER SETTORE NEL 2003

(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.*

In Italia circa i tre quarti della crescita dei finanziamenti alle società non finanziarie hanno interessato il settore dei servizi, in particolare i comparti legati alle attività immobiliari; un quinto è ascrivibile al credito erogato al settore delle costruzioni (soprattutto alle imprese operanti nell'edilizia residenziale).

Nel complesso, i prestiti al settore delle costruzioni e quelli alle società dei servizi legati al mercato immobiliare hanno contribuito, come nel 2002, a circa metà della crescita dei finanziamenti alle società non finanziarie.

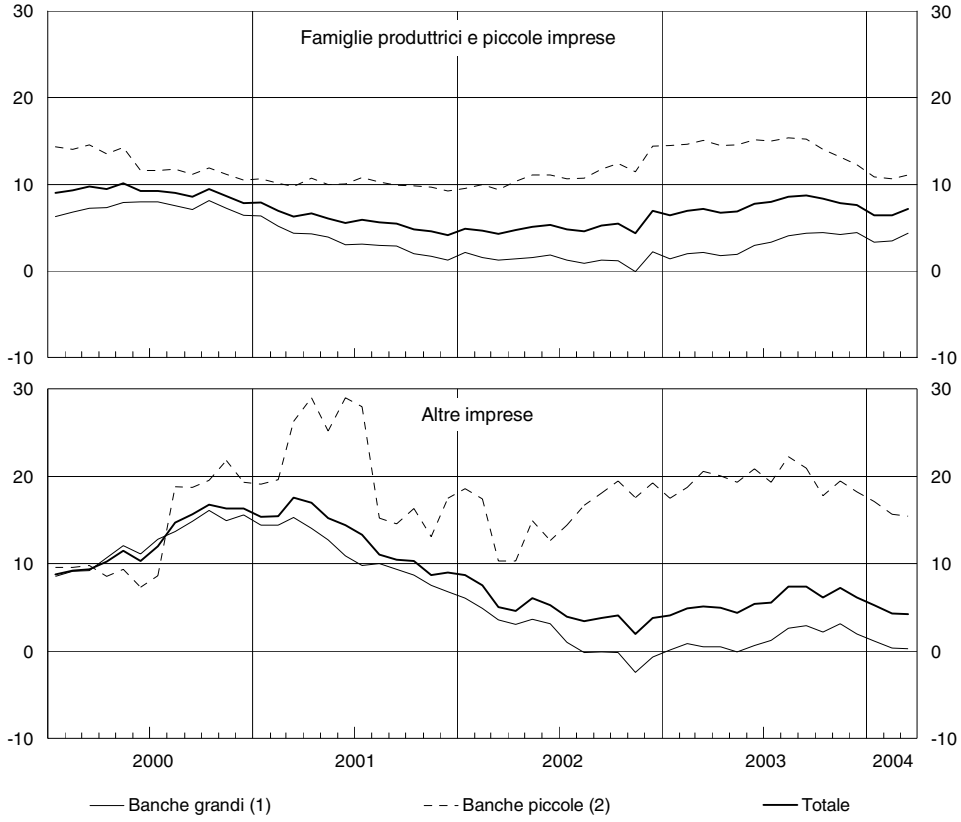
Dopo il ristagno registrato nel 2002 è moderatamente aumentato il credito alle imprese manifatturiere (1,5 per cento), soprattutto quelle operanti nei comparti della produzione e lavorazione di minerali e metalli, della carta e di altri prodotti dell'editoria; sono invece calati i finanziamenti ai comparti dei mezzi di trasporto e delle macchine e strumenti di precisione, per i quali il grado di utilizzo della capacità produttiva ha registrato una forte riduzione rispetto al 2002 (cfr. nell'Appendice: tav. aB27).

Anche nel 2003 il tasso di crescita dei prestiti alle imprese di piccola dimensione (ditte individuali e società di persone con meno di 20 addetti) si è mantenuto superiore a quello delle altre società non finanziarie (rispettivamente 7,6 e 6,1 per cento; fig. D12).

Fig. D12

ANDAMENTI DEI PRESTITI ALLE IMPRESE PER CLASSE DIMENSIONALE IN ITALIA

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



(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.*

Le imprese di maggiore dimensione hanno ampliato il ricorso ai prestiti internazionali. Secondo i dati diffusi da società specializzate, nel 2003 i prestiti sindacati erogati a imprese italiane sul mercato mondiale sono cresciuti del 20 per cento, a 53 miliardi di euro (sono diminuiti del 12 per cento, a 1.429 miliardi, per il complesso delle imprese operanti sul mercato mondiale). I prestiti sindacati alla cui organizzazione hanno partecipato banche italiane sono aumentati, nel 2003, del 31 per cento e sono stati erogati per oltre i tre quarti a imprese nazionali.

La quota dei finanziamenti con scadenza superiore a 18 mesi sulla consistenza totale dei prestiti è salita di oltre tre punti percentuali sia per le imprese piccole sia per quelle di maggiore dimensione, rispettivamente al 58 e al 48 per cento.

Alla fine del 2003 la componente con scadenza superiore a un anno, per la quale sono disponibili dati omogenei tra paesi, rappresentava in Italia il 55 per cento del credito alle imprese, a fronte del 75 per cento in Germania, del 73 in Francia e del 72 in Spagna. Il

divario tra l'Italia e le altre grandi economie dell'area riguarda anche i prestiti con scadenza superiore ai cinque anni: la loro quota è pari in Italia al 32 per cento, contro valori che oscillano tra il 46 per cento in Spagna e il 64 per cento in Germania. Nel nostro paese circa tre quarti dei finanziamenti bancari alle imprese sono a tasso indicizzato o variabile. Per gli altri paesi dell'area dell'euro non sono disponibili analoghe informazioni sulle consistenze, ma soltanto sulle nuove erogazioni di prestiti. Nel 2003 la percentuale dei finanziamenti a tasso variabile o rinegoziabile entro un periodo inferiore a un anno era in Italia pari all'86 per cento, contro il 78 della Germania, il 76 della Francia e l'82 per cento della Spagna.

In una fase di prolungata debolezza dell'attività produttiva, la ricomposizione dei prestiti verso le scadenze più lunghe ha interessato soprattutto le società in condizioni finanziarie meno solide. Essa ha consentito alle imprese di stabilizzare le fonti di finanziamento e di ridurre la spesa per interessi.

Il 71 per cento dei prestiti a medio e a lungo termine è assistito da garanzie (il 57 da garanzie reali), a fronte del 39 per quelli a breve termine (il 6 di tipo reale). Nel complesso la quota di finanziamenti alle imprese garantita da attività reali o da terzi è salita nel 2003 dal 52 al 54 per cento.

Nel Mezzogiorno la crescita dei prestiti alle società non finanziarie è rimasta sostenuta (6,3 per cento; tav. D13), seppure in rallentamento; l'accelerazione dei finanziamenti all'industria manifatturiera e alle costruzioni non ha compensato la decelerazione del credito alle imprese dei servizi. Al Centro Nord l'espansione dei prestiti alle società non finanziarie (6,6 per cento) ha superato quella del 2002 in tutti i settori produttivi. Nel primo trimestre del 2004 si è registrato un rallentamento, in misura maggiore al Centro Nord; alla fine di marzo il tasso di crescita dei prestiti alle imprese del Mezzogiorno (5,9 per cento) superava di 1,5 punti percentuali quello delle altre regioni.

Le banche di minore dimensione hanno continuato a registrare tassi di crescita dei prestiti alle imprese significativamente superiori a quelli degli altri intermediari (fig. D12). Nel 2003 l'insieme delle banche "piccole" e "minori" (cfr. nel *Glossario* la voce: Banche) ha contribuito per circa tre quarti all'aumento complessivo del credito alle imprese; la loro quota sulla consistenza totale dei prestiti è salita di quasi tre punti percentuali, al 32 per cento. L'acquisizione di quote di mercato da parte delle banche più piccole ha interessato tutte le aree geografiche e i principali settori di attività economica; trova conferma la tendenza in atto dalla metà degli anni novanta.

Secondo la classificazione della Banca d'Italia, il numero delle banche "piccole" e "minori" è diminuito da 870 nel 1996 a 735 nel 2003; la quota dei finanziamenti concessi da queste banche sul totale dei prestiti, sulla base di dati non consolidati, è tuttavia aumentata dal 24 al 30 per cento. La riduzione del peso delle banche "maggiori", "grandi" e "medie" appare ancora più ampia, pari a circa 9 punti percentuali, qualora venga calcolata escludendo l'effetto indotto dalle fusioni e incorporazioni.

La compagine delle banche "piccole" e "minori" comprende un insieme eterogeneo di istituti. Agli intermediari inclusi in questa categoria appartenenti a gruppi creditizi controllati da una banca più grande faceva capo il 9 per cento dei prestiti alle imprese alla fine del 2003 (a fronte dell'8 nel 1996). La stessa compagine comprende inoltre la quasi totalità delle filiali di banche estere, cui fa capo il 4 per cento dei prestiti alle imprese.

Le rimanenti banche "piccole" e "minori" sono costituite da intermediari a operatività locale (ad esempio banche di credito cooperativo, banche popolari, ex casse di risparmio) o specializzati in un numero ristretto di attività. A queste banche fa capo il 18 per cento del credito alle imprese (16 nel 1996). Esse sono particolarmente attive nei settori dell'agricoltura e delle costruzioni, dove detengono quote di mercato del 26 e del 24 per cento (erano rispettivamente pari al 22 e al 17 nel 1996). Le banche "piccole" e "minori" non appartenenti a gruppi, escluse le filiali di banche estere, hanno guadagnato quote di mercato in tutte le aree geografiche; l'espansione è stata maggiore nel Nord Est e al Sud, dove la quota di mercato ha raggiunto il 28 e il 20 per cento.

Tav. D14

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 2003 (2)	Quote sul totale
	2001	2002	2003 (2)		
			Leasing		
Totale crediti	15,8	12,5	2,2	61.693	100,0
Società finanziarie	18,6	11,7	2,8	48.975	79,4
Banche	5,3	15,4	–0,3	12.718	20,6
			Factoring		
Totale crediti	14,2	2,5	–0,1	39.434	100,0
Società finanziarie	12,9	3,7	–2,2	34.725	88,1
Banche	32,1	–8,9	19,8	4.709	11,9
			Credito al consumo		
Totale crediti	6,6	9,3	12,2	51.298	100,0
di cui: *carte di credito*	*18,2*	*32,4*	*15,7*	*7.081*	*13,8*
Società finanziarie	6,5	10,0	15,9	20.692	40,3
di cui: *carte di credito*	*14,7*	*26,7*	*10,4*	*4.477*	*8,7*
per l'acquisto di veicoli	*3,7*	*5,2*	*8,8*	*10.868*	*21,2*
Banche	6,7	8,8	9,9	30.606	59,7
di cui: *carte di credito*	*26,9*	*45,4*	*26,2*	*2.604*	*5,1*
Per memoria:					
Altri prestiti bancari alle famiglie consumatrici diversi da quelli per l'acquisto di abitazioni	12,0	–3,5	–0,1	51.457	

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

Nel 2003 i finanziamenti concessi dalle banche mediante operazioni di leasing si sono ridotti dello 0,3 per cento (erano aumentati del 15,4 nel 2002; tav. D14); anche quelli erogati dalle società finanziarie hanno regi-

strato un rallentamento, al 2,8 per cento (11,7 nel 2002), in buona parte ascrivibile a operazioni di cartolarizzazione (cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*). I crediti ceduti alle banche per operazioni di factoring sono aumentati del 19,8 per cento; quelli ceduti alle società finanziarie si sono ridotti del 2,2 per cento.

I prestiti alle famiglie. – I prestiti concessi alle famiglie, consumatrici e produttrici, nel 2003 hanno continuato a espandersi a un ritmo sostenuto (10,3 per cento; 9,3 nel 2002), superiore a quello medio dell'area dell'euro (fig. D11). La dimensione del mercato del credito alle famiglie in Italia rimane tuttavia contenuta nel confronto internazionale.

Alla fine del 2003 i finanziamenti bancari alle famiglie erano pari in Italia al 23,3 per cento del PIL, contro il 66,6 per cento in Germania, il 36,9 in Francia, il 54,9 in Spagna e il 46,8 nell'intera area dell'euro (tav. D15). Nel nostro paese risultano contenuti sia i prestiti per l'acquisto di abitazioni sia il credito al consumo; considerate in rapporto al PIL, nel 2003 queste due componenti erano pari rispettivamente all'11,8 e al 2,5 per cento, contro il 31,4 e il 6,4 per cento nell'area.

Tav. D15

CREDITO BANCARIO ALLE FAMIGLIE PER DESTINAZIONE DEL PRESTITO (1)
(consistenze di fine periodo in percentuale del PIL)

Voci	Italia	di cui: famiglie consumatrici	Germania	Francia	Spagna	Area dell'euro
			1997			
Acquisto di abitazioni	5,2	4,8	37,3	20,3	21,2	23,9
Credito al consumo .	1,3	1,2	10,9	6,7	5,9	6,6
Altro	9,7	4,9	14,9	5,6	7,2	9,5
Totale ...	**16,2**	**12,1**	**63,1**	**32,5**	**34,2**	**39,9**
			2003			
Acquisto di abitazioni	11,8	10,9	43,6	24,3	37,1	31,4
Credito al consumo .	2,5	2,4	8,1	8,1	7,4	6,4
Altro	9,0	4,4	14,9	4,5	10,4	9,0
Totale ...	**23,3**	**17,7**	**66,6**	**36,9**	**54,9**	**46,8**

Fonte: Elaborazioni su dati BCE, Eurostat e statistiche nazionali.
(1) Famiglie consumatrici e produttrici (società di persone e imprese individuali con numero di addetti fino a 5).

Lo scarso ricorso al credito da parte delle famiglie italiane, che si associa alla elevata propensione al risparmio, è riconducibile a diversi fattori. Gli alti tassi di interesse praticati in Italia in passato avevano reso molto oneroso per le famiglie il servizio del debito. La spe-

cializzazione temporale e funzionale del sistema bancario fino all'inizio degli anni novanta aveva limitato la disponibilità di credito alle famiglie, soprattutto nel comparto dei mutui. Il permanere di una scarsa diffusione di esercizi commerciali di grandi dimensioni frena l'utilizzo del credito al consumo. Infine, la bassa efficienza del sistema giudiziario italiano rispetto a quello degli altri paesi europei rende oneroso per le banche il recupero dei crediti in caso di insolvenza, contribuendo a limitare l'offerta di finanziamenti.

Tra il 1997 e il 2003 la crescita media annua dei prestiti alle famiglie in Italia è stata del 10,6 per cento, un valore molto superiore rispetto a quello registrato nell'area dell'euro (6,7 per cento) e, tra i principali paesi, inferiore soltanto a quello della Spagna.

Stime econometriche indicano che la crescita del credito alle famiglie nel periodo 1997-2003 è attribuibile per oltre un terzo alla diminuzione del tasso di interesse reale, per il 15 per cento all'espansione dell'attività economica e dei consumi, per il 10 per cento all'andamento del mercato immobiliare, per il 5 per cento all'aumento della ricchezza delle famiglie connessa con il rialzo dei corsi azionari. L'introduzione dei benefici fiscali sulle ristrutturazioni immobiliari a partire dal 1998 spiega una quota non superiore al 10 per cento della crescita dei finanziamenti alle famiglie. La parte rimanente, pari a circa un quarto, è riconducibile all'aumento della concorrenza sul mercato del credito.

Considerando le sole famiglie consumatrici, nel 2003 il credito bancario è aumentato dell'11,1 per cento (10,8 nel 2002). La crescita si è mantenuta elevata per i prestiti destinati all'acquisto di abitazioni (16,1 per cento; 19,7 nel 2002). Sono stati erogati nuovi mutui per 42,9 miliardi di euro (35,4 nell'anno precedente), in larga parte indicizzati ai rendimenti di mercato o rinegoziabili entro un anno. Per questi contratti l'attuale basso livello dei tassi di interesse consente ai mutuatari di limitare l'importo delle prime rate da rimborsare, a fronte della consapevole assunzione del rischio di un rialzo dei rendimenti.

Alla fine del 2003 oltre i tre quarti della consistenza dei prestiti concessi alle famiglie per l'acquisto di abitazioni erano indicizzati ai rendimenti di mercato. Le nuove erogazioni di prestiti a tasso variabile lo scorso anno sono state il 75 per cento del totale, a fronte di un valore medio del 43 per cento nell'area dell'euro. Tra i principali paesi soltanto la Spagna ha registrato una quota più elevata (79 per cento); in Francia e in Germania la percentuale dei prestiti indicizzati è stata pari, rispettivamente, al 22 e al 15 per cento. La quota di mutui a tasso variabile è più alta nei paesi che in passato sono stati caratterizzati da elevata inflazione o in quelli in cui sono maggiori i costi di rinegoziazione dei finanziamenti.

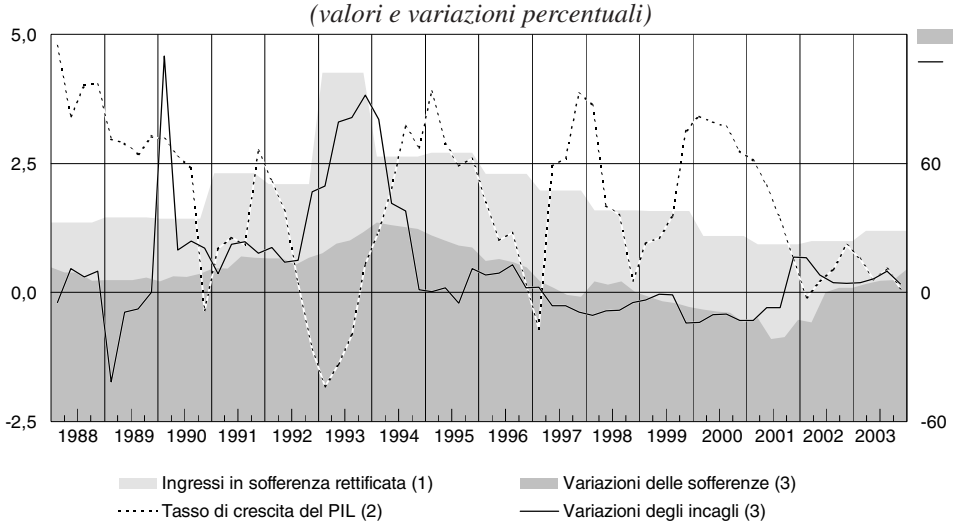
Il credito al consumo erogato dalle banche è cresciuto del 9,9 per cento (8,8 nel 2002). L'accelerazione è stata più marcata per i finanziamenti concessi dalle società finanziarie (dal 10,0 al 15,9 per cento), sebbene siano state effettuate ingenti operazioni di cartolarizzazione (cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

I prestiti in sofferenza. – I crediti entrati in sofferenza nel corso del 2003 (secondo la definizione più ampia di sofferenze rettificate, cfr. il *Glossario*) sono stati pari all'1,2 per cento dei prestiti (1,0 nel 2002; fig. D13 e tav. D16); vi hanno contribuito per 0,2 punti percentuali i prestiti facenti capo alle società coinvolte nel dissesto finanziario del gruppo Parmalat. Al netto di tale componente, il rapporto è rimasto stabile al Centro Nord (allo 0,9 per cento), mentre è aumentato nel Mezzogiorno (dall'1,6 all'1,7).

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) A prezzi costanti sul trimestre corrispondente dell'anno precedente. Scala di sinistra. – (3) Sul trimestre corrispondente dell'anno precedente, non depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. Scala di destra.

Per le imprese, il flusso dei crediti in sofferenza in rapporto ai prestiti è cresciuto sia al Centro Nord (dall'1,1 all'1,7 per cento) sia nel Mezzogiorno (dal 2,2 al 2,4); è invece diminuito per le famiglie consumatrici (dall'1,1 allo 0,7 per cento) e per quelle produttrici (dall'1,6 all'1,5).

Tra la fine del 2002 e quella del 2003 il rapporto tra crediti in sofferenza e totale dei prestiti è aumentato dal 4,5 al 4,7 per cento; alla fine dello scorso marzo era pari al 4,8 per cento.

Le posizioni delle banche verso clienti in temporanea difficoltà (partite incagliate) sono scese al 2,0 per cento dei finanziamenti in essere al netto delle sofferenze, dal 2,1 del 2002. Anche la crescita delle partite incagliate si è ridotta, al 3,8 per cento (4,6 nel 2002); l'incremento è stato pari al 3,2 per cento al Centro Nord e al 6,0 nel Mezzogiorno.

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					
						Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi	Consumatrici	Produttrici (2)	
					Variazioni sui 12 mesi delle sofferenze (3)						
					Dicembre 2002						
Centro Nord ...	8,2	–4,2	7,7	–7,7	8,1	5,0	10,9	9,2	17,2	2,7	8,9
Mezzogiorno ..	12,7	–10,1	–7,0	108,1	–7,4	2,5	–20,8	–1,5	–7,4	–8,7	–7,5
ITALIA	11,6	–5,6	2,5	1,2	2,5	4,2	–4,8	5,8	5,9	–3,6	1,9
					Dicembre 2003						
Centro Nord ...	–18,9	20,8	23,1	42,8	22,7	49,9	4,7	12,6	–0,6	7,8	15,6
Mezzogiorno ..	–0,2	–20,0	1,9	31,8	1,6	10,7	0,2	–5,2	2,5	3,9	2,4
ITALIA	–4,7	11,5	16,3	41,1	15,8	38,8	3,1	6,9	0,7	5,8	10,7
					Flusso delle nuove sofferenze nell'anno in rapporto ai prestiti (4)						
					Dicembre 2002						
Centro Nord ...	0,0	0,1	1,1	....	....	1,2	1,7	1,1	1,1	1,4	0,9
Mezzogiorno ..	0,1	0,0	2,2	....	....	3,2	1,8	1,6	1,0	2,2	1,6
ITALIA	0,0	0,1	1,2	....	....	1,4	1,7	1,2	1,1	1,6	1,0
					Dicembre 2003						
Centro Nord ...	0,0	0,3	1,7	....	....	2,6	2,0	1,2	0,7	1,3	1,1
Mezzogiorno ..	0,0	0,1	2,4	....	....	3,7	2,2	2,0	0,8	2,1	1,7
ITALIA	0,0	0,3	1,7	....	....	2,7	2,1	1,2	0,7	1,5	1,2
					Variazioni sui 12 mesi degli incagli						
					Dicembre 2002						
Centro Nord ...	220,7	15,1	6,4	2,4	6,6	39,4	–23,3	3,9	–1,9	8,0	5,1
Mezzogiorno ..	–43,0	27,8	–0,9	82,9	–1,0	–0,3	–20,5	22,4	13,9	3,7	2,8
ITALIA	–24,5	15,6	5,0	2,8	5,1	29,8	–22,5	6,3	1,6	6,9	4,6
					Dicembre 2003						
Centro Nord ...	20,4	–10,6	0,9	–60,6	3,7	–0,4	7,0	2,4	7,5	12,1	3,2
Mezzogiorno ..	–14,9	–7,6	0,5	–35,8	0,5	8,9	–7,7	–8,5	8,5	23,9	6,0
ITALIA	–4,4	–10,5	0,8	–60,4	3,1	1,53	2,9	0,7	7,7	15,1	3,8

(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) Non depurate degli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (4) Nuove "sofferenze rettificate" 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 rettificate" sono tratti dalle segnalazioni alla Centrale dei rischi.

Le condizioni di offerta del credito e i tassi di interesse

Le condizioni di offerta del credito. – Nel 2003 le condizioni di finanziamento sono rimaste espansive. La dispersione dei tassi di interesse a breve termine tra diverse categorie di prenditori non è significativamente aumentata; il differenziale tra il tasso medio e quello minimo, che tende ad ampliarsi nelle fasi di restrizione dell'offerta, si è mantenuto stabile attorno a 2,4 punti percentuali.

I margini disponibili sulle linee di credito in conto corrente sono rimasti ampi per tutte le categorie di clientela. Il valore medio annuo del rapporto tra il credito utilizzato e il fido accordato per il complesso della clientela è leggermente diminuito, al 42,0 per cento (42,7 nel 2002). L'incidenza del valore degli sconfinamenti sui fidi in conto corrente è scesa, dal 13,1 al 10,8 per cento. Anche il numero di imprese che hanno utilizzato le linee di credito per importi superiori a quelli accordati si è ridotto.

Secondo le informazioni raccolte presso i 7 gruppi bancari italiani che partecipano all'indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro condotta dall'Eurosistema, nel corso del 2003 i criteri per la concessione di prestiti e l'apertura di linee di credito alle imprese sono rimasti sostanzialmente invariati. Alcuni intermediari hanno tuttavia indicato di avere seguito politiche più prudenti nei confronti delle imprese di maggiore dimensione e nei confronti della clientela più rischiosa negli ultimi mesi del 2003. Tale orientamento è stato confermato nel primo trimestre dell'anno in corso. Con riferimento alle famiglie, i risultati dell'indagine indicano una relativa stabilità delle politiche di offerta, con una tendenza verso condizioni più favorevoli dal quarto trimestre dello scorso anno.

I tassi di interesse. – I tassi di interesse bancari in Italia e nell'area dell'euro hanno continuato a ridursi nel corso del 2003, collocandosi su livelli storicamente molto bassi.

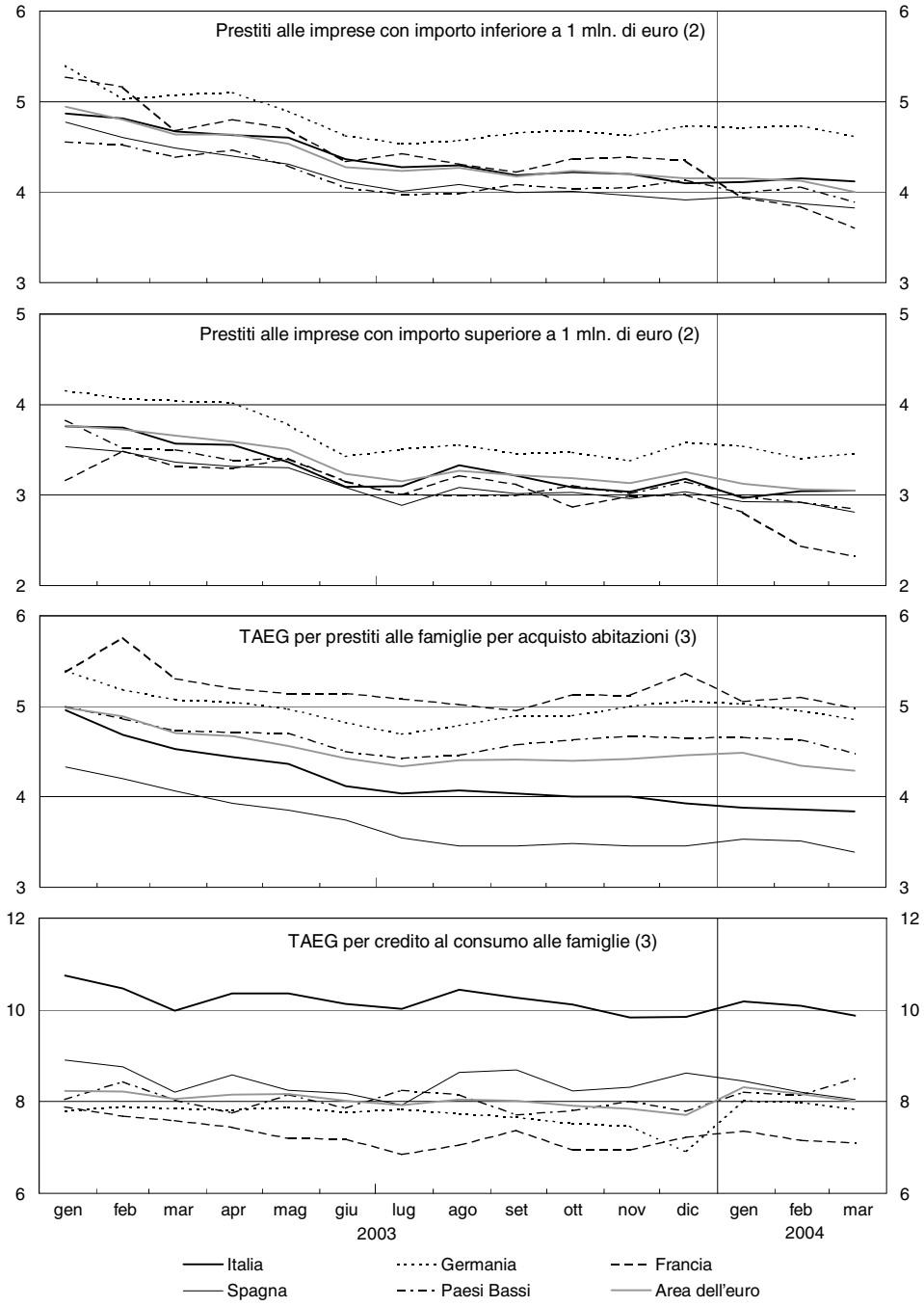
Le rilevazioni statistiche mensili armonizzate sui tassi bancari applicati alle famiglie e alle società non finanziarie residenti nell'area dell'euro, pubblicate dal dicembre del 2003, permettono di effettuare confronti tra l'Italia e l'area dell'euro (cfr. il riquadro: Le nuove statistiche armonizzate sui tassi di interesse bancari*, in* Bollettino Economico *n. 41, 2003). Le nuove rilevazioni rendono disponibili informazioni mensili su 45 categorie di finanziamenti e depositi, 14 delle quali riferite alle consistenze in essere e 31 alle nuove operazioni (cfr. nell'Appendice: tavv. aD34-aD37).*

Sulla base delle statistiche armonizzate, i tassi di interesse bancari in Italia sono sostanzialmente in linea con quelli praticati nell'area dell'euro. Tra gennaio e dicembre del 2003 il tasso medio sulle consistenze dei prestiti a breve termine alle imprese è diminuito in Italia di 0,8 punti percentuali, al

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.

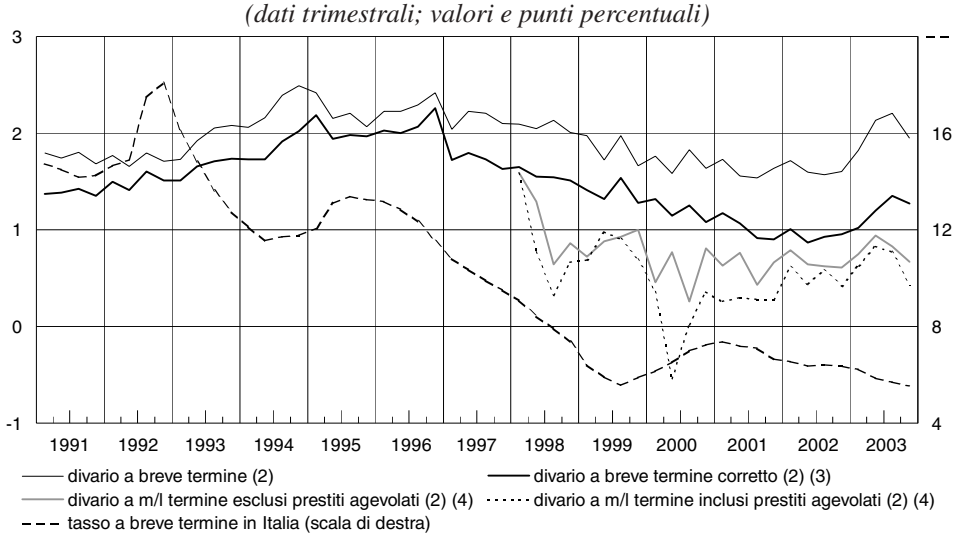
5,0 per cento; nell'area la riduzione è stata di 0,7 punti, al 4,5 per cento. Il livello più elevato di questo tasso in Italia è spiegato dalla quota più ampia di finanziamenti in conto corrente, uno strumento più oneroso in tutti i principali paesi dell'area, caratterizzato da una maggiore flessibilità di utilizzo e da un basso livello di garanzie. Il tasso sulle nuove erogazioni di ammontare inferiore a un milione di euro, che approssima le condizioni del credito per le imprese di minori dimensioni, è diminuito sia in Italia sia nell'area dell'euro di 0,8 punti percentuali, al 4,1 per cento (fig. D14). Il tasso sulle consistenze dei prestiti a medio e a lungo termine è passato in Italia dal 4,8 al 4,0 per cento.

Il TAEG (tasso annuo effettivo globale) sulle nuove erogazioni di prestiti alle famiglie per l'acquisto di abitazioni è diminuito in Italia di un punto percentuale, al 3,9 per cento, un livello inferiore di circa mezzo punto a quello medio dell'area. Il TAEG sul credito al consumo, diminuito di 0,9 punti, al 9,8 per cento, risulta più elevato rispetto al valore medio dell'area dell'euro, pari al 7,7 per cento. Il tasso di interesse sui prestiti in conto corrente che, pur non rientrando nelle statistiche sul credito al consumo, sono anch'essi volti verosimilmente a finanziare l'acquisto di beni da parte delle famiglie italiane, è sceso dal 9,1 all'8,4 per cento; esso si colloca oltre un punto al di sotto della media dell'area dell'euro.

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) Tasso sui finanziamenti a medio e a lungo termine erogati nel trimestre.

Nel corso del 2003 il differenziale tra i tassi di interesse sui prestiti a medio e a lungo termine nel Mezzogiorno e al Centro Nord è aumentato di 0,1 punti percentuali (fig. D15); quello tra i tassi a breve termine nelle

due aree si è ampliato di circa quattro decimi, a 2,0 punti percentuali. Correggendo per la diversa composizione dimensionale e settoriale tra le aree del Paese, il divario tra i tassi sui prestiti bancari a breve termine è pari a 1,2 punti percentuali; esso risente della diversa incidenza dei crediti in sofferenza e delle partite incagliate nelle due aree.

La persistenza di un differenziale nel costo del credito tra Mezzogiorno e Centro Nord, anche qualora si tenga conto della diversa composizione settoriale e dimensionale della clientela, è riconducibile a differenze nella rischiosità dei prestiti. Nel triennio 2001-03, in media i tassi di ingresso in sofferenza dei prestiti alle imprese nel Mezzogiorno sono stati pari a 1,9 volte quelli al Centro Nord per i settori dell'industria e delle costruzioni e 1,6 per i servizi. Stime econometriche mostrano che il differenziale di interesse risente anche di fattori di natura istituzionale, quali l'efficienza delle procedure di recupero dei crediti e il grado di rispetto delle leggi.

I tassi di interesse sulle operazioni di leasing e factoring hanno registrato una riduzione in linea con quella dei tassi bancari attivi.

Nel corso del 2003 i tassi di interesse sull'attività di factoring si sono ridotti dal 7,6 al 6,6 per cento per le operazioni di importo fino a 50.000 euro e dal 6,3 al 5,4 per cento per quelle di importo superiore. I tassi di interesse sulle operazioni di leasing sono diminuiti dal 10,0 al 9,2 per cento sui finanziamenti di importo compreso tra 5.000 e 25.000 euro, dall'8,6 al 7,7 per quelli tra 25.000 e 50.000 euro e dal 6,4 al 5,5 per quelli di importo superiore.

La raccolta e i titoli in deposito presso le banche

La raccolta. – Nel 2003 la raccolta bancaria sull'interno ha registrato un netto rallentamento: il tasso di crescita sui dodici mesi è sceso al 4,4 per cento (tav. D12 e fig. D16). La decelerazione riflette soprattutto la contrazione delle cessioni temporanee di titoli (–15,7 per cento), in parte connessa con la ripresa degli investimenti delle famiglie in quote di fondi comuni azionari (cfr. il capitolo: *Gli investitori istituzionali*).

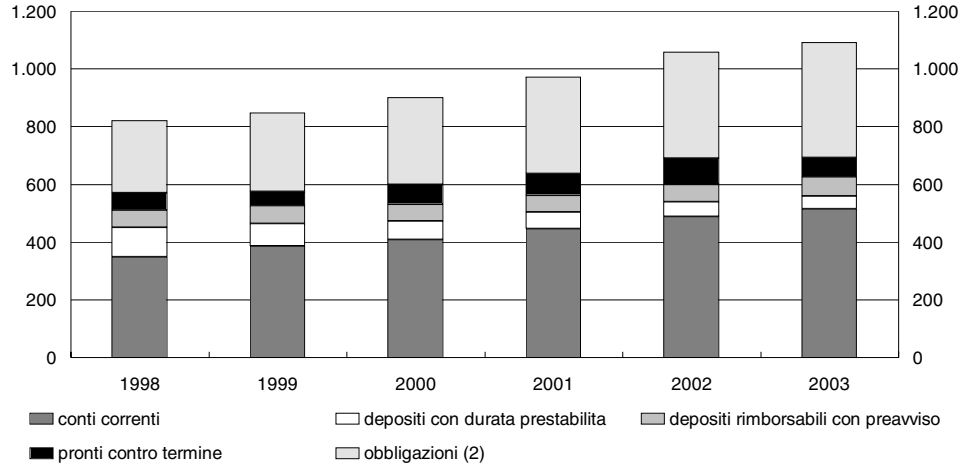
I depositi in conto corrente hanno decelerato, al 5,9 per cento. Quelli rimborsabili con preavviso hanno continuato a crescere a un ritmo superiore al 5 per cento. L'aumento si è concentrato presso le filiali di banche estere, la cui quota in questo comparto è salita significativamente a seguito dell'offerta di depositi a elevato rendimento.

Le obbligazioni emesse dalle banche hanno proseguito la loro crescita a un ritmo sostenuto (8,6 per cento), fino a raggiungere alla fine del 2003 il 36,3 per cento del totale della raccolta (34,6 nel 2002). La componente costituita da titoli con vincolo di subordinazione è aumentata del 6,9 per cento.

Il 12 per cento dei titoli obbligazionari emessi nell'anno è stato collocato sull'euromercato, una quota in crescita ma ancora bassa rispetto a quella registrata nel biennio 2000-01. Circa tre quarti delle emissioni sono indicizzate a parametri del mercato finanziario (il 55 per cento nel 2002).

Fig. D16

RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA (1)
(dati di fine anno; miliardi di euro)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Esclusi i depositi delle Amministrazioni pubbliche centrali. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (2) Valore complessivo dei titoli di debito, incluse le obbligazioni detenute da non residenti.

La vita media residua degli strumenti con scadenza predeterminata al passivo delle banche è passata da 25,1 a 25,7 mesi. Se per gli strumenti indicizzati si fa riferimento al tempo che intercorre tra le revisioni dei rendimenti e si includono i conti correnti passivi, la durata finanziaria della passività è diminuita da 7,9 a 7,2 mesi.

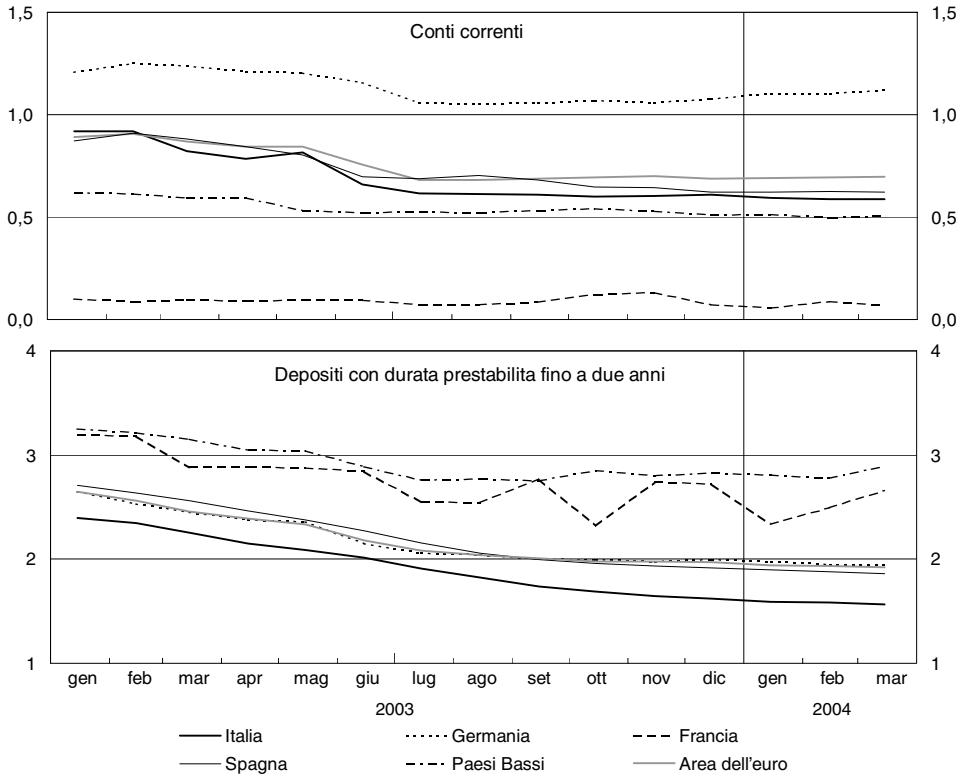
L'allungamento della scadenza dei prestiti bancari si è riflesso in un aumento della vita residua delle attività da 36,1 a 38,6 mesi. Includendo i conti correnti attivi e tenendo conto delle indicizzazioni, la durata finanziaria dell'attivo registra invece un leggero calo, da 13,0 a 12,7 mesi, riconducibile alla netta predominanza nel credito a medio e a lungo termine di strumenti a tasso indicizzato.

Tra gennaio e dicembre del 2003 il rendimento dei conti correnti delle famiglie è passato in Italia dallo 0,9 allo 0,6 per cento (dallo 0,9 allo 0,7 nell'area dell'euro; fig. D17), a fronte di un'inflazione media annua del 2,7 per cento. Il tasso medio sul complesso dei depositi delle famiglie e delle imprese si è ridotto di 0,4 punti percentuali sia in Italia sia nell'area dell'euro, rispettivamente allo 0,9 e all'1,6 per cento. Il livello più elevato di questo rendimento nell'area dell'euro è dovuto alla maggiore diffusione dei depositi a più lunga scadenza.

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.*

I tassi applicati ai depositi delle famiglie nel Mezzogiorno sono allineati a quelli nel Centro Nord.

Il rendimento netto delle obbligazioni bancarie a tasso fisso è rimasto invariato al 3,2 per cento; il differenziale tra la remunerazione dei BTP quinquennali e quella delle emissioni obbligazionarie è lievemente aumentato, da 0,2 a 0,4 punti.

I titoli in deposito presso le banche. – Alla fine del 2003 il valore nominale dei titoli depositati presso le banche italiane era invariato rispetto all'anno precedente e pari a 1.500 miliardi di euro (tav. D17); i titoli depositati dalle famiglie si sono ridotti dell'8 per cento. La composizione delle attività delle famiglie in deposito si è modificata in favore delle obbligazioni bancarie (cresciute dal 26 al 31 per cento), mentre si è ridotta l'incidenza

dei titoli di Stato. È rimasta invariata all'11 per cento la quota dei titoli delle famiglie inclusi nelle gestioni patrimoniali bancarie.

Per la prima volta dal 2000, le negoziazioni di titoli per conto terzi sono tornate a crescere, raggiungendo nel 2003 un valore di mercato pari a 872 miliardi (726 nel 2002). Riflettendo il buon andamento dei corsi di borsa, il maggior incremento è stato registrato dalle compravendite di azioni, il cui controvalore è salito da 359 a 561 miliardi. Sono aumentate anche le negoziazioni di obbligazioni (da 62 a 104 miliardi), mentre quelle di titoli di Stato sono diminuite (da 285 a 186 miliardi). L'attività di collocamento di titoli è cresciuta da 152 a 180 miliardi.

Tav. D17

TITOLI DEPOSITATI PRESSO LE BANCHE ITALIANE

(valori nominali; consistenze di fine anno in miliardi di euro)

Depositante (1)	Totale	di cui:				
		Emessi da soggetti residenti				Titoli esteri
		Obbligazioni bancarie	Titoli di Stato	Azioni	Quote di OICR (2)	
				2002		
OICR	307,1	5,8	156,3	4,0	21,4	112,9
SIM e società fiduciarie	58,1	1,4	9,0	5,9	21,0	18,6
Società assicurative	191,3	22,1	96,8	4,2	5,3	55,1
Altre società finanziarie	46,4	4,4	15,0	10,6	2,6	11,0
Imprese (3)	120,1	19,5	21,6	43,5	14,3	15,7
Famiglie consumatrici	776,0	205,4	204,2	26,6	173,5	150,2
di cui: *gestioni patrimoniali bancarie*	*83,6*	*0,8*	*24,0*	*0,3*	*33,5*	*23,2*
Altri	17,3	1,6	5,9	4,7	0,3	3,2
Totale	**1.516,3**	**260,2**	**508,8**	**99,5**	**238,5**	**366,6**
di cui: *gestioni patrimoniali bancarie*	*108,4*	*1,5*	*35,4*	*0,4*	*38,0*	*30,6*
			2003			
OICR	323,1	6,0	180,9	2,9	10,5	113,5
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	43,1	4,4	14,3	10,3	1,7	9,7
Imprese (3)	115,4	20,9	16,7	41,9	13,6	16,9
Famiglie consumatrici	714,5	220,4	173,9	24,9	139,6	139,6
di cui: *gestioni patrimoniali bancarie*	*75,2*	*1,2*	*22,8*	*0,8*	*24,0*	*24,7*
Altri	19,3	1,5	5,2	7,6	0,3	3,5
Totale	**1.507,0**	**281,2**	**516,1**	**94,5**	**177,2**	**393,2**
di cui: *gestioni patrimoniali bancarie*	*103,9*	*2,2*	*36,2*	*1,0*	*28,0*	*33,8*

(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.

Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero delle banche

Il portafoglio titoli. – Nel 2003 i titoli di proprietà delle banche, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei corsi, sono aumentati di 6,9 miliardi e del 4,2 per cento (tav. D12). La crescita ha interessato esclusivamente i titoli emessi da società private, soprattutto obbligazioni bancarie, la cui quota è aumentata dal 29,2 al 32,0 per cento del portafoglio titoli. L'incidenza dei titoli di Stato è invece scesa di 4,3 punti percentuali, al 58,5 per cento.

Dalla metà degli anni novanta è in atto un intenso processo di ricomposizione del portafoglio titoli delle banche italiane. Tra il 1995 e il 2003 la percentuale investita in titoli di Stato è progressivamente diminuita, dall'86 al 58 per cento; è aumentata quella investita in titoli emessi da banche (dal 13 al 32 per cento) e da altre società (dall'1 al 10 per cento). Alla fine del 2003 il 7 per cento del portafoglio titoli delle banche italiane era rappresentato da titoli emessi da società veicolo a fronte di operazioni di cartolarizzazione (6 per cento nel 2002). Il 3 per cento aveva come attività sottostanti prestiti propri; il 2 per cento riguardava crediti propri in sofferenza, come nel 2002.

Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli) e l'aggregato che le comprende assieme ai prestiti è lievemente diminuito dal 15,5 al 15,3 per cento, un valore storicamente molto contenuto.

La riduzione delle attività liquide registrata dalla metà degli anni novanta è stata particolarmente intensa per gli intermediari di minore dimensione, interessati da una forte espansione dei prestiti. La flessione ha riguardato sia le banche piccole appartenenti a gruppi creditizi, che si avvalgono di una gestione unitaria di tesoreria, sia gli intermediari con prevalente attività locale, caratterizzati da un grado iniziale di liquidità molto elevato. Tra il 1996 e il 2003, al netto dei rapporti interbancari, il rapporto di liquidità è diminuito dal 28,2 al 2,6 per cento per le banche piccole appartenenti a gruppi e dal 45,5 al 23,1 per cento per le rimanenti banche piccole, escluse le filiali di banche estere. Per gli intermediari di maggiore dimensione il rapporto di liquidità è sceso dal 27,9 al 14,9 per cento.

Nel 2003 il valore contabile delle partecipazioni in società residenti in Italia, al netto dei fondi di svalutazione e degli investimenti effettuati per conto dei fondi di previdenza del personale, è aumentato da 69,4 a 84,7 miliardi; l'incremento è in larga misura ascrivibile alle partecipazioni in altre banche e in imprese di assicurazione (da 43,1 a 55,7 miliardi). Le partecipazioni in imprese non finanziarie sono aumentate di un terzo, a 8,3 miliardi; l'85 per cento faceva capo a società non quotate.

Sulla base delle definizioni armonizzate, alla fine del 2003 per le banche italiane il valore di mercato delle azioni e delle partecipazioni al capitale di società dell'area dell'euro rappresentava il 5,8 per cento del totale delle attività (escluse quelle interbanca-

rie); considerando solo le imprese non bancarie, le azioni e le partecipazioni rappresentavano il 2,9 per cento del totale. Le analoghe quote erano pari al 7,9 e al 4,5 per cento in Francia, al 5,7 e al 4,9 per cento in Germania, al 5,5 e al 4,4 per cento in Spagna.

La posizione netta sull'estero. – L'indebitamento netto sull'estero delle banche italiane, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei cambi e dei corsi, è aumentato nel 2003 di 28,5 miliardi di euro (tav. D18). Alla fine dell'anno la posizione netta sull'estero risultava debitoria per 73,5 miliardi, pari al 3,5 per cento del totale delle passività.

Tav. D18

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ SULL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE (1)
(dati di fine anno; milioni di euro)

Voci	2001	2002	2003	Variazioni 2002/2003 (2)
Attività (a)=(b)+(c)	**180.538**	**212.305**	**212.979**	**863**
Area dell'euro (b)	95.703	122.727	130.163	9.423
Istituzioni monetarie e finanziarie	60.465	83.975	86.029	2.733
Altri residenti nell'area	35.238	38.752	44.135	6.690
di cui: *prestiti*	*13.894*	*13.654*	*15.764*	*2.406*
titoli	*10.950*	*14.025*	*16.240*	*2.874*
Resto del mondo (c)	84.835	89.578	82.815	–8.281
Passività (d)=(e)+(f)	**286.508**	**266.968**	**286.445**	**29.331**
Area dell'euro (e)	115.387	120.942	126.051	7.670
Istituzioni monetarie e finanziarie	109.572	111.654	117.404	8.268
Altri residenti nell'area	5.816	9.288	8.647	–598
Resto del mondo (f)	171.121	146.026	160.394	21.661
Passività nette (d)-(a)	**105.971**	**54.662**	**73.466**	**28.468**
Area dell'euro (e)-(b)	19.684	–1.786	–4.112	–1.753
Resto del mondo (f)-(c)	86.287	56.448	77.578	29.942

(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.

Per l'area dell'euro nel suo complesso, alla fine del 2003 le banche presentavano una posizione netta attiva verso l'esterno dell'area pari all'1,6 per cento del totale di bilancio (1,0 nel 2002). Posizioni creditorie nette si registravano per i sistemi bancari tedesco (8,3 per cento; 6,3 nel 2002), francese (7,8 e 7,0 per cento) e olandese (3,8 e 2,0). Il sistema bancario spagnolo presentava invece una posizione debitoria netta pari al 5,5 per cento (4,4 nel 2002).

Il saldo tra le attività e le passività in valuta (posizione netta in cambi) è debitorio per tutte le principali divise. L'incidenza della raccolta estera netta soggetta a rischio di cambio si è ridotta: i due terzi delle passività nette delle banche italiane sono denominati in euro, a fronte di un valore pari a circa la metà nel 2002. I requisiti patrimoniali relativi al rischio di cambio rappresentavano alla fine del 2003 lo 0,3 per cento del patrimonio di vigilanza, come nel 2002 (cfr. nell'Appendice: tav. aE9).

L'aumento dell'indebitamento netto nei confronti dei non residenti è ascrivibile a un forte incremento delle passività (29,3 miliardi), a fronte di una crescita modesta delle attività (0,9 miliardi). L'espansione delle passività nette si è concentrata nei confronti di operatori residenti al di fuori dell'area dell'euro (29,9 miliardi), per oltre tre quarti nel Regno Unito.

Nel periodo 1999-2003 le passività lorde che fanno capo alle filiali di banche italiane insediate all'estero sono aumentate di circa due terzi (da 54,1 a 88,2 miliardi di euro), mentre i fondi raccolti all'estero direttamente dalle case madri sono aumentati del 6 per cento (da 186,5 a 198,2 miliardi). Alla fine del 2003 le filiali estere di banche italiane avevano una posizione debitoria netta di 46,5 miliardi, pari al 63,3 per cento dell'indebitamento netto del sistema bancario italiano (9,0 miliardi e 15,7 per cento nel 1999).

I conti economici

Sulla base dei dati riferiti alle singole banche, non consolidati a livello di gruppo, nel 2003 il margine d'interesse è cresciuto dell'1,8 per cento, a fronte del 4,9 nel 2002 (tav. D19); il rallentamento è dovuto alla riduzione del differenziale tra i tassi attivi e quelli passivi e alle perdite sui contratti derivati di copertura.

I ricavi da servizi, che si erano ridotti dal 2001, sono tornati a registrare una lieve crescita (0,9 per cento). I proventi riconducibili alla gestione professionale del risparmio hanno subito un calo di entità più contenuta rispetto agli anni passati, mentre è proseguita la crescita delle commissioni nette su servizi di incasso e pagamento e sulla vendita di strumenti finanziari e prodotti di terzi.

I ricavi netti dell'attività di negoziazione di titoli e altri valori di proprietà sono quasi raddoppiati rispetto al 2002. Alla crescita hanno contribuito i maggiori proventi da contratti derivati su tassi di interesse e i ricavi da negoziazione titoli. Hanno invece registrato una riduzione i ricavi da altre operazioni finanziarie. Escludendo i dividendi su partecipazioni bancarie, che costituiscono una duplicazione nei conti economici riferiti all'intero sistema, il margine d'intermediazione è cresciuto del 4,3 per cento.

I dividendi da azioni e partecipazioni, che rappresentano oltre il 90 per cento dei ricavi da altre operazioni finanziarie, sono diminuiti di 1,1 miliardi di euro (–12,2 per cento). La riduzione è interamente ascrivibile alla componente riguardante i dividendi pagati da società italiane. Essa è in parte dovuta a un cambiamento della normativa fiscale (D.lgs. n. 344/2003). Fino al 2002, infatti, il credito d'imposta maturato dalle banche sui dividendi veniva generalmente imputato sia tra i ricavi sia tra gli oneri fiscali. Dal 2003 questa doppia contabilizzazione non è più possibile; ciò ha determinato una diminuzione

Tav. D19

CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE ITALIANE: FORMAZIONE DELL'UTILE (1)

Voci	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
	In percentuale dei fondi intermediati				Variazioni percentuali			
Margine d'interesse (a)	**1,93**	**1,93**	**1,91**	**1,79**	**7,8**	**5,6**	**4,9**	**1,8**
Altri ricavi netti (b) (2)	**1,76**	**1,75**	**1,47**	**1,41**	**20,6** ***(16,6)***	**4,1** ***(–3,7)***	**–11,9** ***(–8,2)***	**4,6** ***(8,0)***
di cui: *negoziazione*	*0,14*	*0,13*	*0,07*	*0,13*	*–13,6*	*–18,0*	*–42,9*	*96,6*
servizi	*0,81*	*0,67*	*0,59*	*0,55*	*21,4*	*–12,7*	*–7,7*	*0,9*
altre operazioni finanziarie (2)	*0,52*	*0,67*	*0,51*	*0,42*	*35,5* *(22,1)*	*34,7* *(17,4)*	*–19,0* *(–10,0)*	*–10,9* *(–8,6)*
Margine d'intermediazione (c=a+b) (2)	**3,69**	**3,68**	**3,37**	**3,20**	**13,5** ***(11,5)***	**4,9** ***(1,5)***	**–3,1** ***(–0,6)***	**3,0** ***(4,3)***
Costi operativi (d)	**2,06**	**2,03**	**2,02**	**1,95**	**4,8**	**4,0**	**4,5**	**4,9**
di cui: *per il personale bancario* (3)	*1,16*	*1,11*	*1,10*	*1,07*	*1,0*	*1,0*	*4,9*	*5,2*
Risultato di gestione (e=c-d) (2)	**1,63**	**1,65**	**1,36**	**1,25**	**26,9** ***(23,0)***	**6,1** ***(–2,2)***	**–12,5** ***(–8,6)***	**0,3** ***(3,1)***
Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f) (2) (4)	**0,36**	**0,66**	**0,56**	**0,53**	**10,4** ***(0,9)***	**91,3**	**–10,2**	**3,1**
di cui: *su crediti*	*0,35*	*0,37*	*0,38*	*0,42*	*–11,8*	*11,0*	*7,5*	*20,4*
Utile lordo (g=e-f) (2) (4)	**1,27**	**0,99**	**0,80**	**0,72**	**33,4** **(34,9)**	**–17,9** **(–34,2)**	**–14,1** **(–7,0)**	**–1,7** **(3,1)**
Imposte (h)	**0,48**	**0,39**	**0,30**	**0,22**	**32,5**	**–14,4**	**–18,8**	**–22,0**
Utile netto (g-h) (4)	**0,79**	**0,59**	**0,50**	**0,51**	**41,9**	**–20,1**	**–11,0**	**10,7**
Dividendi distribuiti	0,43	0,39	0,33	0,34	27,7	–3,7	–11,5	11,5
	Altri indicatori							
	Utile lordo				Utile netto			
Utile in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (5)	18,4	14,5	10,5	10,3	11,5	8,8	6,2	7,2
	Consistenze				Variazioni percentuali			
Fondi intermediati *(milioni di euro)*	1.785.475	1.889.724	1.998.625	2.169.963	9,7	5,5	5,7	8,5
Dipendenti medi totali	343.036	345.193	342.555	339.278	0,1	0,5	–0,7	–1,1
di cui: *dipendenti bancari*	*339.054*	*342.279*	*340.560*	*338.189*	*0,1*	*0,8*	*–0,4*	*–0,8*
Fondi intermediati per dipendente *(migliaia di euro)*								
Valori nominali	5.205	5.474	5.835	6.396	9,7	5,0	6,5	9,6
Valori a prezzi costanti (6)	4.614	4.723	4.911	5.243	7,0	2,2	3,9	6,8
Costo unitario del personale *(migliaia di euro)*								
Valori nominali (7)	60.5	61.1	62.4	64.2	2,2	0,8	2,0	3,0
Valori a prezzi costanti (6) (7)	53.6	52.7	52.5	52.6	–0,4	–1,9	–0,6	0,4
Per memoria (8):								
Fondi intermediati *(milioni di euro)*	1.789.484	1.893.413	2.006.180	2.174.484	9,4	5,8	6,0	8,4
Numero dei dipendenti totali (9)	344.348	343.814	341.614	337.665	1,1	–0,2	–0,6	–1,2
di cui: *dipendenti bancari* (9)	*340.884*	*341.297*	*340.439*	*336.630*	*1,3*	*0,1*	*–0,3*	*–1,1*

(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) I tassi di crescita del 2000 sono calcolati includendo la fiscalità differita e anticipata dell'anno fra le componenti straordinarie di reddito, al fine di garantire la coerenza con le informazioni disponibili per il 1999. – (5) All'utile sono sommati il reddito netto delle filiali all'estero e la variazione del fondo rischi bancari generali. – (6) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (base 1995=100). – (7) Sono esclusi dalle spese per il personale bancario gli oneri straordinari per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro.– (8) Dati riferiti all'intero sistema bancario, incluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. – (9) Dati di fine periodo.

del margine d'intermediazione, del risultato di gestione, dell'utile lordo e delle imposte. Questi aggregati non sono pertanto pienamente confrontabili con quelli dello scorso anno. Tale discontinuità si attenua qualora vengano esclusi dal calcolo dei ricavi da altre operazioni finanziarie quelli derivanti da dividendi da partecipazioni in altre banche italiane, che costituiscono oltre la metà del totale.

Le spese per il personale sono cresciute del 5,2 per cento (4,9 nel 2002), riflettendo anche il forte aumento degli oneri straordinari connessi con gli incentivi all'uscita anticipata dei dipendenti.

Da un'indagine condotta presso i primi 19 gruppi creditizi italiani (ai quali fa capo circa l'80 per cento del totale del personale bancario) risulta che gli oneri contabilizzati nel conto economico del 2003 per cessazioni anticipate del rapporto di lavoro sono stati pari a 1.447 milioni di euro (760 milioni nel 2002); di questi, 865 si riferiscono a interventi gestiti dal Fondo di solidarietà (cfr. la Relazione sull'anno 2000). Gli oneri sono riconducibili a 7.350 interruzioni del rapporto di lavoro avvenute nel 2003, a 5.360 che hanno avuto luogo in anni precedenti e a 6.120 rapporti di lavoro interessati da piani di ristrutturazione non ancora realizzati.

Nella media dell'anno il numero dei dipendenti bancari è diminuito dello 0,8 per cento, a 338.000 unità. Il costo unitario del personale è aumentato del 3,0 per cento, a 64.200 euro. Oltre i tre quarti della crescita deriva dagli aumenti previsti dal contratto nazionale del settore del credito (cfr. la Relazione sull'anno 2001).

I costi operativi diversi da quelli del personale sono saliti del 4,5 per cento (4,0 nel 2002).

Escludendo i dividendi percepiti su azioni e partecipazioni bancarie, il risultato di gestione è aumentato del 3,1 per cento (–8,6 nel 2002). Le rettifiche di valore su cespiti patrimoniali (al netto delle riprese di valore) sono cresciute del 3,1 per cento e hanno assorbito il 42 per cento del risultato di gestione. L'aumento delle rettifiche è interamente attribuibile alla componente relativa ai crediti, anche in connessione con le svalutazioni di prestiti concessi a società facenti capo al gruppo Parmalat.

L'utile al netto delle imposte è aumentato del 10,7 per cento. Il rendimento del capitale e delle riserve, ottenuto sommando agli utili il reddito netto delle filiali all'estero (276 milioni di euro) e la variazione del fondo rischi bancari generali (–466 milioni) è salito dal 6,2 al 7,2 per cento (per una valutazione su base consolidata, cfr. il capitolo della sezione E: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*). Questo valore, sebbene inferiore al massimo raggiunto nel 2000 (11,5 per cento), è ampiamente al di sopra di quanto registrato nella prima parte degli anni novanta.

GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

La raccolta netta consolidata degli investitori istituzionali italiani nel 2003 è ammontata a 45,6 miliardi di euro, il 6,1 per cento in più rispetto all'anno precedente (tav. D20). Il patrimonio netto consolidato è salito del 5,8 per cento, a 1.006 miliardi; in rapporto al PIL è cresciuto di 1,9 punti percentuali, al 77,3 per cento.

Tav. D20

INVESTITORI ISTITUZIONALI ITALIANI: FLUSSI E CONSISTENZE DELLE ATTIVITÀ GESTITE

(milioni di euro; valori percentuali)

Voci	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2002	2003 (1)	2002	2003 (1)	Quote percentuali	
					2002	2003 (1)
Fondi comuni (2)	–12.340	6.628	360.557	378.781	33,6	33,0
Assicurazioni (3)	34.813	46.310	283.569	329.879	26,4	28,8
Fondi pensione (4)	893	1.581	27.402	28.983	2,6	2,5
Gestioni patrimoniali	4.037	2.285	402.682	408.587	37,5	35,7
Totale	**27.404**	**56.804**	**1.074.210**	**1.146.230**	**100,0**	**100,0**
Totale consolidato (5) ..	**42.976**	**45.582**	**950.160**	**1.005.603**	**–**	**–**

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.

(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav armonizzati. – (3) Riserve tecniche. – (4) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti tra le diverse categorie di intermediari.

L'incidenza degli strumenti finanziari offerti dagli investitori istituzionali sulle attività finanziarie delle famiglie italiane è pari al 31,9 per cento (tav. D21). Nel corso del 2003 è cresciuto il peso delle quote di fondi comuni e delle riserve delle compagnie di assicurazione (salito di 0,3 e di 1,1 punti percentuali, rispettivamente, al 12,3 e al 10,3 per cento); è rimasta bassa, all'1,0 per cento, l'incidenza dei fondi pensione. Dati comparabili tra paesi, relativi al 2002, indicano che gli investimenti finanziari realizzati dalle famiglie attraverso operatori istituzionali rappresentano in Italia una quota delle attività finanziarie più contenuta rispetto agli altri principali paesi.

Nel 2003 i fondi comuni italiani sono tornati a registrare un afflusso netto di risparmio; al risultato positivo ha contribuito, soprattutto nella prima parte dell'anno, la forte domanda di fondi specializzati in attività a breve termine.

Tav. D21

PATRIMONIO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI DETENUTO DALLE FAMIGLIE NEI PRINCIPALI PAESI DELL'AREA DELL'EURO E NEGLI STATI UNITI

(dati di fine periodo; quote percentuali)

Voci	1999				2002				2003 (1)
	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Italia	Francia	Germania	Stati Uniti	Italia
	Incidenza sulle attività finanziarie totali delle famiglie								
Fondi comuni (2)	18,6	8,7	10,1	11,3	12,0	9,1	11,4	11,9	12,3
Assicurazioni	6,1	21,8	19,5	7,0	9,2	28,9	22,7	9,1	10,3
Fondi pensione ..	0,9	–	1,9	19,6	1,0	–	2,0	18,5	1,0
Altre istituzioni (3)	7,7	–	–	3,2	8,6	–	–	2,8	8,3
Totale ...	**33,3**	**30,5**	**31,5**	**41,1**	**30,8**	**38,0**	**36,1**	**42,3**	**31,9**
	Incidenza sul PIL								
Fondi comuni (2)	43,8	20,3	18,3	40,1	26,5	17,2	20,1	34,5	27,4
Assicurazioni	14,4	50,9	35,3	25,1	20,3	54,9	40,1	26,3	23,1
Fondi pensione ..	2,0	–	3,4	69,9	2,1	–	3,6	53,6	2,2
Altre istituzioni (3)	18,0	–	–	11,5	19,1	–	–	8,0	18,5
Totale ...	**78,2**	**71,2**	**57,0**	**146,6**	**68,0**	**72,1**	**63,8**	**122,4**	**71,2**

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, OCSE, Bundesbank e Riserva federale.

(1) Dati provvisori. – (2) Sono inclusi i fondi esteri. – (3) Per l'Italia, il dato si riferisce al totale delle gestioni patrimoniali al netto degli investimenti in quote di fondi comuni e include anche le gestioni di patrimoni appartenenti a settori istituzionali diversi dalle famiglie.

È proseguita la rapida espansione dei fondi speculativi (*hedge funds* di diritto italiano), introdotti nel marzo 2001, favorita dall'offerta di nuovi strumenti da parte delle società di gestione italiane. La raccolta netta è ammontata a 3,3 miliardi, il patrimonio netto a 5,8 miliardi.

I fondi comuni armonizzati italiani nel 2003 hanno ottenuto, dopo tre anni di risultati negativi, un rendimento medio positivo, ancorché contenuto (3,6 per cento). I risultati migliori sono stati raggiunti dai fondi azionari.

Le gestioni patrimoniali hanno registrato, come nel 2002, un afflusso netto di risorse assai ridotto. Il risultato finanziario è tornato a essere lievemente positivo, pari allo 0,9 per cento. Nel portafoglio delle gestioni è salita l'incidenza delle obbligazioni e dei fondi comuni italiani.

I premi raccolti dalle compagnie di assicurazione nel 2003 sono cresciuti dell'11 per cento, in lieve rallentamento rispetto ai tre anni precedenti. Le riserve tecniche sono aumentate del 16 per cento. È proseguita la diffusione delle nuove polizze vita previdenziali.

Le attività complessive dei fondi pensione sono cresciute del 5,8 per cento, grazie allo sviluppo degli intermediari istituiti dopo la riforma del

1993. La loro consistenza, tuttavia, si mantiene ancora su valori estremamente modesti. I rendimenti medi dei fondi pensione negoziali e di quelli aperti sono stati pari, rispettivamente, al 5,0 e al 5,7 per cento.

I fondi comuni di investimento mobiliare

La raccolta e il patrimonio netto. – Nel 2003 la raccolta netta dei fondi comuni armonizzati italiani è tornata positiva (6,6 miliardi di euro; tav. D22), dopo tre anni in cui si era registrato un deflusso netto di risparmio. Più consistenti sono stati i mezzi affluiti ai fondi comuni esteri promossi da intermediari italiani (15,6 miliardi, contro 4,4 nel 2002).

Tav. D22

PORTAFOGLIO TITOLI DEI FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI (1)
(milioni di euro e quote percentuali)

Voci	2002	2003	I trim. 2004 (2)	2002	2003	Marzo 2004 (2)
	Flussi netti			**Consistenze di fine periodo** *(composizione percentuale)*		
Titoli di Stato e obbligazioni italiani	**6.954**	**15.478**	**–6.743**	**44,2**	**45,3**	**43,9**
A breve termine e indicizzati	10.848	16.951	–421	16,1	20,0	20,2
BOT	3.036	12.445	–176	5,5	8,7	8,9
CCT	7.812	4.506	–597	10,7	11,3	11,2
A medio e a lungo termine	–3.894	–1.473	–6.322	28,1	25,3	23,7
CTZ	4.079	1.778	–1.340	2,5	2,6	2,2
BTP	–8.608	–4.284	–4.566	21,4	18,5	17,4
Altri	635	1.033	–416	4,1	4,2	4,1
Azioni italiane	**–4.400**	**–1.609**	**–182**	**5,7**	**5,0**	**5,1**
Titoli esteri	**–15.937**	**8.095**	**–3.439**	**50,0**	**49,8**	**51,0**
Titoli di Stato e obbligazioni	–13.320	6.222	–2.308	29,6	29,0	29,2
Azioni	–2.617	1.873	–1.131	20,4	20,8	21,8
Altre attività finanziarie	**1.548**	**30**	**24**	**..**	**..**	**..**
TOTALE	**–11.835**	**21.994**	**–10.340**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Per memoria :						
Raccolta netta (3)	**–12.340**	**6.628**	**–6.883**			
Fondi obbligazionari	–19.585	1.523	–3.557			
Fondi monetari (4)	27.266	13.243	–2.534			
Fondi bilanciati	–10.070	–4.844	–596			
Fondi azionari	–9.400	–4.680	–880			
Fondi flessibili	–551	1.386	684			
Portafoglio				**316.333**	**336.962**	**331.932**

(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.

Come nel biennio 2001-02, le sottoscrizioni nette hanno riguardato principalmente i fondi monetari e quelli che investono in obbligazioni a breve termine; più contenuta è stata la raccolta netta dei fondi flessibili (caratterizzati da minori vincoli alla politica di investimento). Gli altri fondi obbligazionari, i fondi azionari e quelli bilanciati hanno invece registrato un deflusso netto di risparmio.

Le scelte dei sottoscrittori sono mutate considerevolmente nel corso del 2003. Per il complesso dei fondi specializzati in attività a breve termine la raccolta netta è stata cospicua nel primo semestre dell'anno, per poi ridursi fino a divenire, per la prima volta dal novembre 2000, negativa in settembre. In seguito alla ripresa delle borse (cfr. il capitolo: Il mercato dei valori mobiliari*), nel secondo trimestre dell'anno i fondi azionari hanno registrato un calo dei riscatti netti di quote e, nei trimestri successivi, sono tornati a raccogliere nuove risorse per importi significativi.*

Dagli ultimi mesi del 2002 la raccolta netta dei fondi ha mostrato uno stretto legame con l'andamento dei rendimenti nei comparti azionario, bilanciato e dei fondi obbligazionari a medio e a lungo termine. Nello stesso periodo questo legame è invece risultato più tenue per i fondi specializzati in attività a breve termine e per quelli flessibili.

Nella maggior parte dei paesi dell'area dell'euro la raccolta netta dei fondi comuni armonizzati ha registrato nel 2003 un aumento significativo; dal secondo trimestre dell'anno si è avuta una ripresa delle sottoscrizioni nette nei comparti azionario e bilanciato e un concomitante calo di quelle dei fondi obbligazionari e monetari.

In Italia il patrimonio netto dei fondi comuni alla fine del 2003 ammontava a circa 380 miliardi di euro; includendo anche i fondi esteri facenti capo a operatori italiani, le risorse gestite dal complesso dei fondi comuni nel nostro paese si commisuravano a circa 500 miliardi, superiori dell'8,5 per cento al valore della fine del 2002 (tav. D23). Nell'area dell'euro il patrimonio netto dei fondi comuni alla fine del 2003 era pari a circa 3.200 miliardi, in aumento del 12,6 per cento rispetto al 2002.

In Italia tra il 2000 e il 2003 è salita notevolmente l'incidenza dei fondi che investono in titoli a bassa durata finanziaria e che sono dunque esposti in misura contenuta a rialzi dei tassi di interesse. La quota dei fondi monetari sul patrimonio netto complessivo e quella dei fondi che investono in obbligazioni a breve termine sono aumentate, rispettivamente, di 17 e 11 punti percentuali, collocandosi entrambe alla fine del 2003 al 21 per cento; è nel contempo scesa significativamente la quota relativa al complesso degli altri fondi obbligazionari, così come quelle dei fondi azionari e bilanciati (rispettivamente, al 22, 23 e 13 per cento). Negli anni scorsi una sensibile crescita (dal 14 per cento nel 2000 al 20 nel 2003) dell'incidenza dei fondi monetari sul totale delle risorse gestite si è registrata anche nel complesso dell'area dell'euro.

Tav. D23

PATRIMONIO NETTO DEI FONDI COMUNI MOBILIARI NEI PRINCIPALI PAESI EUROPEI E NEGLI STATI UNITI (1)

(dati di fine periodo in miliardi di euro)

Voci		Italia (2)	Germania	Francia	Lussemburgo e Irlanda (3)	di cui: controllati da intermediari italiani	Area dell'euro (3) (4)	Regno Unito	Stati Uniti
Patrimonio netto	2002	361	199	806	1.005	98	2.818	275	6.095
	2003	379	219	909	1.160	119	3.172	314	5.869
in % del PIL	*2002*	*28,6*	*9,5*	*52,8*			*39,8*	*17,2*	*61,0*
	2003	*29,1*	*10,3*	*58,4*			*43,7*	*20,1*	*67,5*
Composizione per comparto									
Azionari	2002	73	80	173	223	31	692	205	2.543
	2003	75	96	214	282	38	832	234	2.916
interni	2002	9	2	0	....	2	15	16	....
	2003	12	25	105	....	3	174	135	....
area dell'euro ed europei	2002	11	3	0	....	7	18	13	....
	2003	22	24	50	....	12	137	33	....
altri.....	2002	52	75	173	....	22	436	176	....
	2003	40	47	59	....	23	208	66	....
Obbligazionari	2002	153	64	148	351	51	862	46	1.073
	2003	151	68	164	394	63	923	53	983
Bilanciati	2002	59	15	181	55	9	377	23	312
	2003	57	14	204	65	8	409	25	346
Monetari	2002	76	39	304	88	6	590	2	2.166
	2003	96	39	329	77	10	640	3	1.625
Altri	2002	0	2	0	49	0	58	0	0
	2003	0	2	0	56	0	82	0	0

Fonte: elaborazioni su dati FEFSI, ICI e Assogestioni.

(1) I dati si riferiscono a fondi comuni aperti che investono in valori mobiliari e sono offerti al pubblico. Non sono inclusi i fondi di fondi. – (2) Ai fini del confronto con gli altri paesi, in questa tavola la classificazione dei fondi per comparto è stata effettuata in base alle definizioni adottate in sede europea dalla FEFSI e pertanto differisce da quella utilizzata nelle altre tavole della Relazione. – (3) La somma dei comparti differisce dal totale poiché per l'Irlanda non è disponibile la composizione per comparto. – (4) I dati disponibili per i Paesi Bassi sono relativi al dicembre 2002.

L'andamento dell'offerta. – Nel 2003 le società di gestione italiane hanno continuato ad ampliare l'offerta di fondi speculativi e di fondi chiusi mobiliari (cfr. il capitolo della sezione E: *Struttura del sistema finanziario*). Il numero di fondi aperti armonizzati è diminuito per il secondo anno consecutivo, per effetto di numerose operazioni di fusione.

I fondi speculativi italiani operanti sono passati da 48 a 80. Essi si caratterizzano per una bassa correlazione tra i loro rendimenti e quelli degli indici generali di mercato e per la possibilità di ricorrere all'indebitamento.

In Italia quasi tutti questi fondi impiegano il proprio portafoglio per acquistare quote di altre società di investimento, operando quindi come "fondi di fondi". Nel 2003 la raccolta netta complessiva dei fondi speculativi ha continuato a crescere considerevolmente (3,3 miliardi, contro 1,4 nel 2002); il patrimonio netto è salito a 5,8 miliardi e all'1,3 per cento del patrimonio netto complessivo dei fondi di diritto italiano.

In Italia sono poco sviluppati i fondi comuni di investimento specializzati in azioni quotate di società a piccola e media capitalizzazione (non superiore a 800 milioni di euro). Secondo una indagine di Borsa italiana, nel settembre 2003 vi erano solo 38 fondi di questo tipo, contro 178 in Francia e 196 nel Regno Unito. Il loro patrimonio netto ammontava a 1,8 miliardi, pari all'1,7 per cento delle risorse complessive dei fondi azionari che fanno capo a intermediari italiani. Al fine di incentivare la domanda di questa tipologia di fondi azionari, il D.L. 30.9.2003, n. 269 (convertito nella L. 24.11.2003, n. 326) ha disposto la riduzione dal 12,5 al 5 per cento dell'aliquota dell'imposta sostitutiva sul loro risultato di gestione.

Alla borsa italiana nel corso del 2003 è aumentata l'offerta di *exchange traded funds* (ETF). Nell'aprile 2004 erano quotati 17 fondi di questo tipo (contro 8 nel dicembre 2002). Recentemente sono stati introdotti il primo ETF riferito all'indice S&P/Mib del mercato azionario italiano e altri due ETF basati su indici obbligazionari (l'indice EuroMTS, relativo ai titoli di Stato dell'area dell'euro, e l'indice iBoxx, relativo alle obbligazioni societarie denominate in euro e con elevato merito di credito).

Gli ETF sono strumenti di investimento collettivo del risparmio che hanno una strategia di investimento passiva, volta a replicare indici finanziari. Essendo quotati su mercati regolamentati, essi possono essere scambiati nel corso della giornata alla stregua di un qualsiasi titolo azionario (cfr. il capitolo della sezione D: Gli investitori istituzionali *nella Relazione sull'anno 2002). Gli ETF presentano costi di gestione assai contenuti; le commissioni annue di quelli quotati in Italia sono pari in media allo 0,42 per cento (0,18 e 0,45 per cento, rispettivamente, per gli obbligazionari e gli azionari). Nel 2003 gli scambi medi mensili di ETF alla borsa italiana sono ammontati a 0,1 miliardi (contro 3,5 e 1,4 miliardi, rispettivamente, alla borsa tedesca e sul circuito Euronext). Secondo analisi recenti, i differenziali medi denaro-lettera relativi agli scambi di ETF italiani risultano assai contenuti, ampiamente al di sotto dei livelli massimi prefissati dalla borsa.*

Il rendimento e le commissioni. – Nel 2003 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati di diritto italiano è stato positivo e pari al 3,6 per cento; i fondi avevano invece registrato perdite nei tre anni precedenti (–3,6 per cento nel 2000, –8,0 nel 2001 e –9,1 nel 2002; tav. D24). Nel 2003 i risultati migliori sono stati conseguiti per effetto della ripresa dei valori di

borsa: i rendimenti medi nei comparti azionari, flessibili e bilanciati sono stati pari, rispettivamente, al 10,1, al 6,6 e al 5,6 per cento. I fondi obbligazionari e monetari hanno invece risentito del basso livello dei tassi di interesse, ottenendo rendimenti pari, rispettivamente, all'1,6 e all'1,9 per cento.

Tav. D24

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

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano e sono calcolati al netto della ritenuta fiscale. – (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.

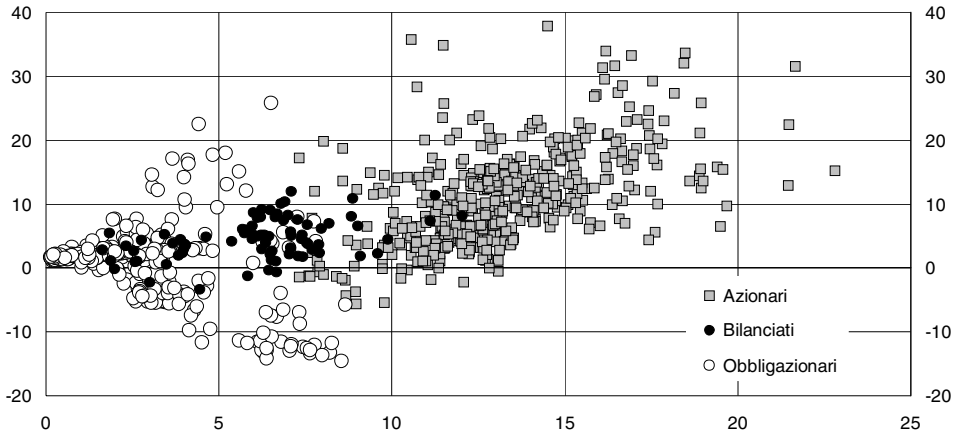
Nel comparto azionario la variabilità dei rendimenti dei singoli fondi si è collocata su valori generalmente più bassi di quelli osservati nel quadriennio 1999-2002; anche la dispersione dei rendimenti si è molto ridotta (fig. D18). All'interno del comparto obbligazionario, invece, quest'ultima si è ampliata considerevolmente rispetto agli anni precedenti.

Nel 2003 hanno raggiunto un rendimento medio positivo tutte le categorie di fondi azionari. Come nel 2002, il risultato più basso (4,4 per cento) è stato quello dei fondi specializzati in azioni statunitensi, penalizzati dal deprezzamento del dollaro; il più elevato (22,3 per cento) è stato, per il terzo anno consecutivo, quello dei fondi di azioni dei paesi emergenti. Tra le categorie obbligazionarie, il rendimento peggiore è stato, come nel 2002, quello dei fondi di obbligazioni in dollari (–12,4 per cento), anche in questo caso

per effetto dell'andamento del cambio, il più elevato quello dei fondi di titoli dei paesi emergenti (11,4 per cento).

Fig. D18

FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI: RENDIMENTO E VARIABILITÀ (1)
(valori percentuali nel 2003)



(1) Asse verticale=rendimento; asse orizzontale=deviazione standard annualizzata dei rendimenti mensili.

Nel 2003 il totale degli oneri di gestione (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria e altre voci minori) pagati dai fondi comuni armonizzati italiani è ammontato a 4,7 miliardi, il 4,8 per cento in meno rispetto all'anno precedente; gli oneri nei confronti delle società di gestione sono stati pari a 4,2 miliardi (–6,6 per cento). Alla riduzione hanno contribuito il minor livello medio del patrimonio netto e la crescita del peso dei fondi monetari e obbligazionari, che hanno commissioni più basse. L'incidenza degli oneri di gestione totali sul patrimonio netto medio annuo è salita di 0,15 punti percentuali, all'1,89 per cento (fig. D19). L'incremento è interamente ascrivibile alle provvigioni di incentivo, risalite da 0,06 a 0,23 punti percentuali, valore di poco inferiore ai livelli raggiunti nel biennio 1999-2000 (circa 0,30 punti percentuali).

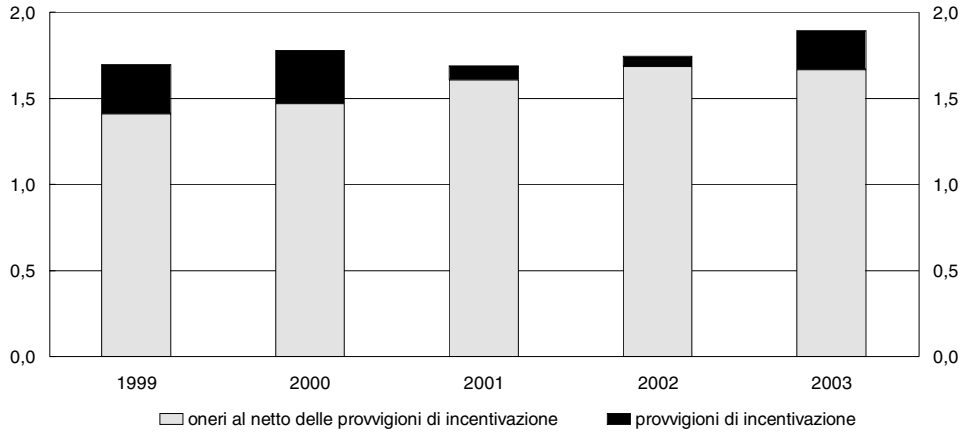
In rapporto al patrimonio netto, gli oneri di gestione totali sono aumentati nel comparto azionario e in quello bilanciato (di 0,27 e 0,13 punti percentuali, rispettivamente, al 2,45 e all'1,89 per cento), mentre sono rimasti invariati nel comparto obbligazionario e in quello monetario (all'1,29 e allo 0,66 per cento rispettivamente).

I dati raccolti dalla società specializzata Lipper, relativi a circa 500 fondi comuni divenuti operativi nel corso del 2003 nei paesi dell'area dell'euro, consentono di fare un confronto tra paesi delle commissioni di gestione pagate dai fondi di nuova istituzione alle società che li amministrano. Nel 2003 il livello medio delle commissioni di gestione pagate dai nuovi fondi comuni è stato pari all'1,1 per cento, inferiore di circa 0,1 punti

percentuali all'anno precedente. Le commissioni di gestione si commisuravano in media allo 0,6 per cento per i fondi monetari, allo 0,8 per gli obbligazionari, all'1,2 per i bilanciati e all'1,5 per gli azionari. Per i nuovi fondi italiani le commissioni di gestione erano leggermente più alte nel comparto obbligazionario e in quello bilanciato, più basse nel comparto monetario e in quello azionario. Le commissioni relative a quest'ultimo settore non includono però le provvigioni di incentivo, che negli altri paesi dell'area dell'euro sono normalmente assenti.

Fig. D19

FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI: ONERI DI GESTIONE TOTALI (1)
(in percentuale del patrimonio netto)



(1) Media semplice degli oneri di gestione totali dei singoli fondi, calcolati come rapporto percentuale tra gli oneri di gestione annui e la media annua del patrimonio netto. Gli oneri di gestione includono le commissioni di gestione, le provvigioni di incentivo, le commissioni alla banca depositaria e altre voci minori; sono escluse le commissioni a intermediari per la compravendita di titoli. I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Composizione del portafoglio. – Nel 2003 i fondi comuni armonizzati italiani hanno operato acquisti netti di titoli per circa 22 miliardi di euro (tav. D22). La gran parte delle operazioni è stata effettuata nella prima metà dell'anno e si è concentrata sui titoli di Stato italiani, a breve termine e indicizzati, e su quelli esteri. Nel secondo semestre gli acquisti netti di titoli di Stato si sono sensibilmente ridotti, mentre sono aumentati quelli di obbligazioni italiane e, soprattutto, di azioni estere.

Alla fine del 2003 il portafoglio dei fondi comuni italiani era ripartito in ugual misura tra titoli italiani e titoli esteri. La quota di BTP, che nel quadriennio 1999-2002 si era stabilizzata poco al di sopra del 20 per cento, era scesa al 18,5 per cento; gli altri titoli di Stato rappresentavano, nel complesso, il 22,6 per cento del portafoglio, le obbligazioni e le azioni italiane il 9,2 per cento. La quota di titoli di Stato e di obbligazioni estere si manteneva attorno a circa il 30 per cento, quella di azioni estere al 20. Le attività in valute diverse dall'euro rappresentavano un quinto del portafoglio complessivo, in lieve calo rispetto all'anno precedente; al loro interno, il peso delle azioni era salito di cinque punti percentuali, al 74 per cento (tav. D25).

Tav. D25

PORTAFOGLIO TITOLI DEI FONDI COMUNI MOBILIARI ITALIANI: SCOMPOSIZIONE PER EMITTENTE E PER VALUTA (1)

(valori di mercato; consistenze di fine periodo in miliardi di euro)

Voci	Titoli in euro			Titoli in valute diverse dall'euro			Totale portafoglio (2)		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Titoli pubblici e obbligazioni									
Emittenti italiani									
Settore pubblico	120,3	126,8	138,4	2,9	2,7	2,7	123,2	129,5	141,1
Banche	5,3	4,9	4,9	0,0	0,0	0,0	5,3	4,9	4,9
Imprese	4,6	5,4	6,3	0,0	0,0	0,0	4,6	5,4	6,3
Emittenti esteri									
Area dell'euro	65,8	64,6	72,5	1,6	1,1	0,8	67,4	65,7	73,3
di cui: *titoli di Stato*	*52,1*	*49,8*	*57,4*	*0,2*	*0,1*	*0,2*	*52,3*	*50,0*	*57,6*
Altri	13,7	10,6	10,7	26,6	17,5	13,8	40,3	28,0	24,5
Azioni									
Emittenti italiani	26,1	18,1	16,8	0,0	0,0	0,0	26,1	18,1	16,8
Emittenti esteri									
Area dell'euro	28,8	16,4	19,4	1,5	0,1	0,1	30,3	16,5	19,5
Altri	0,1	0,1	0,1	72,5	48,0	50,5	72,5	48,1	50,6
Totale ...	**264,6**	**246,9**	**269,1**	**105,1**	**69,4**	**67,9**	**369,8**	**316,3**	**337,0**

(1) I dati si riferiscono ai fondi comuni e Sicav armonizzati. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Può differire da quello della tavola D22 in quanto non comprende la voce "altre attività finanziarie".

Le gestioni di patrimoni mobiliari.

Nel 2003 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è stata molto ridotta, come nell'anno precedente (2,3 miliardi, contro 4,0 nel 2002; tav. D26). La raccolta netta delle gestioni delle SIM ha risentito delle numerose operazioni di ristrutturazione operate nel settore, che in alcuni casi hanno comportato la cessione a una SGR dell'attività di gestione patrimoniale (cfr. il paragrafo della sezione E: *Le società di intermediazione mobiliare*). Le risorse complessive amministrate dalle gestioni sono aumentate lievemente, a 408,6 miliardi (402,7 miliardi un anno prima). A fronte del calo della quota di mercato delle SIM (dall'8,5 al 5,4 per cento), è ulteriormente salita la quota delle SGR (al 54,1 per cento), mentre quella delle banche è rimasta pressoché invariata (al 40,5 per cento).

Nel 2003 il risultato finanziario delle gestioni (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 maturate) è stato lievemente positivo e pari allo 0,9 per cento, dopo tre anni di risultati negativi.

Tav. D26

PORTAFOGLIO TITOLI DELLE GESTIONI PATRIMONIALI ITALIANE (1)
(milioni di euro e quote percentuali)

Voci	2001	2002	2003 (2)	2001	2002	2003 (2)
	Flussi netti			**Consistenze di fine periodo** *(composizione percentuale)*		
Titoli di Stato e obbligazioni italiani	**21.028**	**13.921**	**–13.002**	**39,6**	**47,1**	**44,5**
A breve termine e indicizzati	745	12.641	–1.657	8,3	12,6	12,3
BOT	217	1.721	2.771	0,6	1,1	1,9
CCT	528	10.920	–4.428	7,7	11,4	10,4
A medio e a lungo termine	20.282	1.280	–11.345	31,2	34,5	32,3
CTZ	–1.252	–211	210	0,9	1,2	1,2
BTP	16.250	–2.457	–19.489	21,2	22,4	17,9
Altri	273	1.606	141	0,7	0,8	0,9
Obbligazioni	5.012	2.343	7.793	8,4	10,0	12,1
Azioni italiane	**–3.451**	**–2.735**	**–1.399**	**5,3**	**3,3**	**3,3**
Quote di fondi comuni italiani	**–6.832**	**–11.980**	**7.210**	**35,6**	**29,0**	**31,7**
Titoli esteri	**4.523**	**12.136**	**11.711**	**18,9**	**20,2**	**19,4**
Titoli di Stato e obbligazioni	–1.006	6.363	10.707	4,5	6,0	7,3
Azioni	–1.903	2.025	–508	2,0	1,6	1,6
Quote di fondi comuni	7.432	3.748	1.512	12,4	12,6	10,6
Altre attività finanziarie	**–7.393**	**–423**	**1.752**	**0,6**	**0,5**	**1,0**
Totale Portafoglio	**7.875**	**10.919**	**6.272**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Per memoria:						
Raccolta netta	**27.343**	**4.037**	**2.285**	_	_	_
Banche	–22.391	–13.036	–756	_	_	_
SIM	2.853	–1.802	–12.528	_	_	_
SGR	46.881	18.875	15.569	_	_	_
Portafoglio	_	_	_	**398.645**	**389.674**	**395.427**
Totale attività gestite	_	_	_	**410.406**	**402.682**	**408.587**

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (2) Dati provvisori.

Nel portafoglio delle gestioni patrimoniali si sono avuti un calo della quota di titoli pubblici italiani e un aumento del peso delle obbligazioni e dei fondi comuni italiani. Alla fine del 2003 i BOT e i CCT costituivano il 12 per cento del portafoglio, i titoli italiani a medio e a lungo termine e i titoli obbligazionari esteri il 40 per cento, i fondi comuni il 42 per cento; la parte restante del portafoglio (circa il 5 per cento) era costituita da azioni italiane ed estere.

Le compagnie di assicurazione e i fondi pensione.

Le compagnie di assicurazione. – Nel 2003 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione ha rallentato rispetto all'anno precedente, au-

mentando del 10,6 per cento (contro il 15,0 per cento nel 2002). I premi sono cresciuti del 13,5 per cento nel ramo vita e del 5,5 nel ramo danni (tav. D27). Nel ramo vita l'incremento della raccolta premi è stato particolarmente consistente per le polizze vita rivalutabili (16,5 per cento); è risultato più contenuto per le polizze collegate a fondi di investimento o a indici di mercato (8,1 per cento).

Tav. D27

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE IN ITALIA: 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				
2000	4.535	174.008	953	2.174	4.069	185.739	166.959	18.780	39.784
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 (6)...	5.107	278.785	1.136	823	8.761	294.612	271.981	22.631	62.780
					Ramo danni (7)				
2000	1.825	47.907	313	6.161	9.034	65.240	49.524	15.716	27.875
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 (6)...	2.497	63.051	–2.671	3.712	9.844	76.433	57.898	18.535	34.212
					Totale				
2000	6.360	221.915	1.266	8.335	13.103	250.979	216.483	34.496	67.659
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 (6)...	7.604	341.836	–1.535	4.535	18.605	371.045	329.879	41.166	96.992

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 cessioni per riassicurazioni. – (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.

Nel 2003 la quota dei premi del ramo vita raccolti mediante gli sportelli bancari e postali è stata pari al 60 per cento, in lieve aumento rispetto all'anno precedente; la quota delle agenzie, dei brokers e di altre forme di vendita diretta è stata pari al 29 per cento, quella dei promotori finanziari all'11.

Da un'indagine condotta presso 397 banche risulta che nel 2003 102 compagnie del ramo vita hanno stipulato accordi per la vendita dei propri prodotti mediante gli sportelli bancari. Circa il 30 per cento dei prodotti è stato introdotto nell'ultimo anno; la metà negli

ultimi due. Per le polizze distribuite che prevedevano la garanzia di un rendimento minimo, quest'ultimo era in media pari al 2,5 per cento (al 2,0 per le polizze lanciate nel 2003).

Dati dell'Isvap relativi alla distribuzione geografica dei premi pagati da residenti nel 2002 evidenziano che, per il ramo vita, la maggior parte della raccolta è stata effettuata nelle regioni del Nord (64 per cento); i premi affluiti dalle regioni del Centro sono invece ammontati al 18 per cento del totale nazionale, lo stesso valore riscontrato per le regioni del Mezzogiorno. Per il ramo danni la distribuzione territoriale dei premi è risultata pressoché analoga (57, 22 e 21 per cento, rispettivamente, per Nord, Centro e Mezzogiorno).

È proseguita la diffusione delle polizze assicurative connesse con le forme pensionistiche individuali, istituite nel gennaio 2001. Alla fine del 2003 le riserve tecniche a fronte di tali prodotti ammontavano a 1,3 miliardi; a quella data i fondi pensione aperti, che possono essere anch'essi utilizzati come strumento previdenziale su base individuale, detenevano un ammontare di risorse di poco superiore (1,7 miliardi).

Secondo i dati della Covip, nel 2003 i premi relativi alle polizze assicurative individuali di natura previdenziale sono aumentati di un quarto rispetto all'anno precedente, a 0,7 miliardi (l'1,1 per cento della raccolta complessiva del ramo vita); i contratti stipulati nell'anno sono stati circa 165.000, in lieve diminuzione rispetto al 2002. Il consistente aumento dei premi ha riguardato sia i prodotti collegati a fondi di investimento sia quelli tradizionali. La quota della raccolta effettuata tramite gli sportelli bancari e postali è stata pari al 15 per cento del totale, contro una quota del 48 per cento per le agenzie, brokers e altre forme di vendita diretta e del 37 per i promotori finanziari.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono cresciute a un ritmo sostenuto (16,3 per cento), analogo a quello dei due anni precedenti; alla fine del 2003 ammontavano a 329,9 miliardi. Le riserve nel ramo vita sono aumentate del 19,2 per cento, quelle nel ramo danni del 4,6 per cento. Tra le attività hanno continuato ad aumentare gli investimenti in titoli, mentre si è ulteriormente ridotto il patrimonio immobiliare.

La percentuale di titoli di Stato e di obbligazioni in portafoglio è rimasta pressoché costante, al 71,7 per cento, mentre è tornata a salire quella dei fondi comuni, portatasi al 15,0 per cento; la quota di azioni si è ridotta ulteriormente, al 13,3 per cento (tav. D28). Il peso dei titoli in valuta è sceso all'1,6 per cento, mentre ha continuato a crescere quello dei titoli emessi da non residenti (al 22,6 per cento).

I corsi azionari delle compagnie di assicurazione italiane nel 2003 sono saliti del 13,8 per cento, beneficiando sia di un significativo recupero di redditività nella gestione tecnica sia della risalita degli indici generali di borsa. L'apprezzamento delle azioni delle

assicurazioni italiane è stato inferiore di circa sei punti percentuali a quello registrato dal complesso delle compagnie assicurative dell'area dell'euro, in parte a causa della minore incidenza delle azioni nel portafoglio delle compagnie italiane; il divario tra l'indice del settore assicurativo italiano e quello dell'area dell'euro si è tuttavia annullato nel corso del primo quadrimestre del 2004.

Tav. D28

COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE IN ITALIA: 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				
	Titoli pubblici	Obbligazioni	Totale				*di cui:* azioni (2)		
	Ramo vita								
2000	69.928	45.816	115.744	22.810	138.554	9.575	3.283	25.879	174.008
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 (3) ..	102.985	101.187	204.172	20.232	224.404	4.459	942	49.922	278.785
	Ramo danni (4)								
2000	19.692	7.783	27.475	16.986	44.461	2.354	1.039	1.092	47.907
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 (3) ..	24.768	12.038	36.806	23.544	60.350	1.181	648	1.520	63.051
	Totale								
2000	89.620	53.599	143.219	39.796	183.015	11.929	4.322	26.971	221.915
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 (3)...	127.753	113.225	240.978	43.776	284.754	5.640	1.590	51.442	341.836

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) Comprese le partecipazioni. – (3) Dati parzialmente stimati. – (4) Sono incluse anche le imprese che svolgono esclusivamente attività di riassicurazione.

I fondi pensione e gli enti di previdenza. – Nel 2003 le risorse gestite dai fondi pensione hanno raggiunto i 29,0 miliardi, riflettendo l'aumento dei mezzi amministrati da quelli istituiti dopo la riforma del 1993 (passati da 4,5 a 6,3 miliardi; tav. D29). I fondi pensione continuano tuttavia a rappresentare una quota estremamente ridotta delle attività finanziarie delle famiglie (tav. D21). Le attività degli enti di previdenza esterni all'INPS si sono ridotte, da 37,0 a 33,4 miliardi, a causa soprattutto dell'incorporazione dell'INPDAI nell'INPS.

Tav. D29

FONDI PENSIONE ED ENTI DI PREVIDENZA IN ITALIA: PRINCIPALI ATTIVITÀ (1)

(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

Voci	2002				2003 (2)			
		Fondi pensione		Enti di previdenza		Fondi pensione		Enti di previdenza
		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)	
Portafoglio titoli	**20.985**	**16.493**	**4.492**	**21.731**	**21.908**	**15.586**	**6.322**	**19.237**
Liquidità	3.827	2.986	841	12.385	3.038	1.989	1.049	9.620
Obbligazioni	13.274	10.905	2.368	7.725	12.789	9.479	3.310	7.583
di cui: *titoli pubblici* (4)	*....*	*923*	*....*	*3.117*	*....*	*860*	*....*	*2.774*
Azioni	2.117	1.261	856	1.162	2.557	1.239	1.318	1.480
Quote di fondi comuni	1.768	1.341	427	459	3.524	2.879	645	555
Mutui e altre attività ..	**2.404**	**2.368**	**36**	**3.433**	**2.793**	**2.796**	**–3**	**3.289**
Immobili	**4.013**	**4.013**	**–**	**11.825**	**4.282**	**4.282**	**–**	**10.877**
Totale attività	**27.402**	**22.874**	**4.528**	**36.989**	**28.983**	**22.664**	**6.319**	**33.403**

Fonte: elaborazione su dati Banca d'Italia e Covip.

(1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (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" è al netto delle passività. – (4) Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, il dato si riferisce ai soli intermediari vigilati dalla Banca d'Italia.

In base ai dati forniti dalla Covip, i contributi raccolti dai fondi pensione negoziali sono aumentati in misura modesta, da 1,2 a 1,3 miliardi; quelli dei fondi aperti sono rimasti invariati, a 0,4 miliardi. Alla fine del 2003 il numero di iscritti alle due categorie di fondi era pari a 1.410.000, in crescita del 3,5 per cento rispetto a un anno prima. Per i lavoratori dipendenti il tasso di adesione ai fondi negoziali resta basso, al 14,0 per cento.

La composizione delle attività dei fondi pensione non ha subito variazioni significative; alla fine del 2003 il 76 per cento era investito in titoli, il 14 per cento in immobili e il 10 per cento in mutui e altre attività. Modifiche significative si sono invece registrate all'interno del portafoglio titoli, dove è sceso considerevolmente il peso delle attività liquide e quello delle obbligazioni (al 16 e al 57 per cento, rispettivamente), a vantaggio delle azioni e, soprattutto, dei fondi comuni (11 e 15 per cento, rispettivamente).

Il portafoglio titoli dei fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993 si caratterizza per una minore incidenza delle obbligazioni e dei fondi comuni (52 e 10 per cento, rispettivamente) e un maggior peso delle azioni (21 per cento).

Secondo i dati pubblicati dalla Covip, i rendimenti medi dei fondi pensione negoziali e di quelli aperti nel 2003 sono stati pari, rispettivamente, al 5,0 e al 5,7 per cento.

IL MERCATO DEI VALORI MOBILIARI

Nel 2003 i corsi azionari in Italia sono tornati, dopo tre anni, a salire. Analogamente a quanto avvenuto nelle principali piazze internazionali, il rialzo ha riflesso le attese, progressivamente meno incerte, di ripresa dell'economia mondiale. L'indice generale della borsa italiana ha segnato nell'anno un aumento del 15 per cento. La variabilità delle quotazioni si è riportata su valori molto contenuti; in alcuni comparti gli utili attesi a breve termine sono migliorati significativamente. Nonostante la risalita dei corsi, il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione di borsa si è mantenuto al di sopra della media del periodo 1990-2002 e attorno ai livelli della prima metà degli anni novanta. Il numero di società che si sono quotate in borsa è stato molto basso.

I rendimenti a medio e a lungo termine dei titoli di Stato italiani sono rimasti assai contenuti, pur con rilevanti oscillazioni, in un contesto caratterizzato da segnali contrastanti sull'entità della ripresa ciclica nell'area dell'euro e dall'assenza di significative pressioni inflazionistiche. Il tasso d'interesse reale a dieci anni è rimasto nella media dell'anno attorno al 2,0 per cento, un valore storicamente basso. Il differenziale di rendimento tra i BTP decennali e i corrispondenti Bund tedeschi, stabile nel corso del 2003, è tornato ad aumentare nel primo trimestre del 2004.

Sul mercato obbligazionario internazionale il costo dei finanziamenti in euro si è ridotto considerevolmente; il differenziale di rendimento tra le obbligazioni private e i titoli di Stato si è dimezzato, a 0,6 punti percentuali. L'andamento favorevole dei rendimenti ha sospinto il collocamento di titoli nell'area. In Italia le emissioni nette di obbligazioni nel 2003 sono invece diminuite; rispetto al quadriennio 1999-2002 si sono ridotti sia i collocamenti da parte dei maggiori prenditori sia quelli degli emittenti minori. Per le società non finanziarie italiane il costo del finanziamento si è generalmente mantenuto in linea con quello dei prenditori di altri paesi.

Dopo la crisi del gruppo Parmalat, nel dicembre 2003, l'andamento delle quotazioni obbligazionarie sul mercato secondario ha riflesso un atteggiamento più selettivo degli investitori nei confronti delle imprese italiane con basso merito di credito e di quelle prive di rating.

È proseguita in Italia la crescita dei titoli garantiti da attività patrimoniali; nel periodo 2000-03 le emissioni lorde italiane di questi titoli hanno

rappresentato circa il 7,5 per cento del totale delle emissioni del mercato europeo. L'incidenza dei titoli garantiti da finanziamenti bancari, largamente predominanti, è in linea con quella negli altri principali paesi europei. Il mercato dei derivati sul rischio di credito ha continuato a espandersi a un ritmo sostenuto.

I titoli del settore pubblico

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2003 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono diminuite da 29,0 a 21,3 miliardi di euro (tav. D30). La riduzione ha riflesso sia il calo del fabbisogno complessivo delle Amministrazioni pubbliche, in gran parte riconducibile alle operazioni connesse con la trasformazione della Cassa depositi e prestiti in società per azioni, sia il maggior utilizzo del conto di disponibilità detenuto presso la Banca d'Italia (cfr. il capitolo della sezione C: *La politica di bilancio del 2003*).

Nei paesi dell'area dell'euro le emissioni nette di titoli di Stato nel 2003 sono cresciute per il terzo anno consecutivo, a 176 miliardi, il livello più elevato dal 1997. In rapporto al PIL sono aumentate dal 2,1 al 2,4 per cento. Alla fine del 2003 la consistenza dei titoli di Stato emessi dai paesi dell'area dell'euro era pari a 3.900 miliardi di euro, in crescita di un punto percentuale in rapporto al PIL, al 54,0 per cento.

A fronte di emissioni nette di Prestiti della Repubblica, di BOT e di BTP, rispettivamente per 5,6, 5,9 e 31,8 miliardi, sono stati effettuati rimborsi netti di CTZ e, per il sesto anno consecutivo, di CCT, per 7,9 e 16,3 miliardi rispettivamente. La vita media residua e la durata finanziaria media dei titoli di Stato italiani nel corso del 2003 sono cresciute di 7 e di 4 mesi, rispettivamente, portandosi a 6 anni e a 4 anni e un mese.

Nel settembre del 2003 e nel febbraio di quest'anno sono state effettuate le prime emissioni di BTP indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro. Sono stati collocati titoli a 5 e 10 anni, per importi complessivi pari a 13 e 8 miliardi rispettivamente. Il rendimento reale all'emissione del titolo decennale è risultato in linea con quello di analoghi titoli emessi dal governo francese, attorno al 2,3 per cento. I titoli indicizzati rispondono alla domanda di investitori, quali imprese di assicurazione e fondi pensione, particolarmente interessati a strumenti finanziari che assicurino un reddito costante in termini reali su orizzonti di medio e di lungo termine. I titoli di questo tipo consentono agli emittenti una maggiore diversificazione delle forme di finanziamento e del rischio.

Tav. D30

EMISSIONI DI TITOLI PUBBLICI E DI OBBLIGAZIONI IN ITALIA (1)

(milioni di euro)

Emittenti	Emissioni lorde			Emissioni nette			Consistenze		
	2002	2003	I trim. 2004 (2)	2002	2003	I trim. 2004 (2)	Dicembre 2002	Dicembre 2003	Marzo 2004 (2)
Settore pubblico .	**441.628**	**454.505**	**154.116**	**29.016**	**21.259**	**39.135**	**1.157.224**	**1.174.303**	**1.214.904**
BOT	208.761	214.093	72.955	–70	5.905	21.960	113.740	119.645	141.605
CTZ	32.556	31.185	11.150	8.335	–7.907	–1.151	59.193	52.636	51.900
CCT (3)	44.535	38.313	11.525	–12.290	–16.348	–1.914	213.146	196.313	194.243
BTP	133.646	144.882	49.270	42.364	31.764	14.877	670.615	700.655	715.650
Prestiti della Repubblica	16.135	21.998	8.387	4.388	5.582	5.157	81.033	83.759	89.911
Altri	5.995	4.033	829	–13.711	2.262	206	19.497	21.295	21.595
Banche	**92.346**	**115.758**	**33.121**	**32.941**	**30.738**	**11.749**	**367.969**	**399.137**	**410.955**
Imprese	**44.389**	**42.359**	**12.241**	**36.364**	**34.308**	**7.355**	**124.641**	**158.773**	**166.276**
Totale ...	**578.362**	**612.621**	**199.478**	**98.321**	**86.305**	**58.239**	**1.649.834**	**1.732.213**	**1.792.135**
	Composizione percentuale (4)								
Settore pubblico	**76,4**	**74,2**	**77,3**	**29,5**	**24,6**	**67,2**	**70,1**	**67,8**	**67,8**
BOT	47,3	47,1	47,3	–0,2	27,8	56,1	9,8	10,2	11,7
CTZ	7,4	6,9	7,2	28,7	–37,2	–2,9	5,1	4,5	4,3
CCT (3)	10,1	8,4	7,5	–42,4	–76,9	–4,9	18,4	16,7	16,0
BTP	30,3	31,9	32,0	146,0	149,4	38,0	58,0	59,7	58,9
Prestiti della Repubblica	3,7	4,8	5,4	15,1	26,3	13,2	7,0	7,1	7,4
Altri	1,4	0,9	0,5	–47,3	10,6	0,5	1,7	1,8	1,8
Banche	**16,0**	**18,9**	**16,6**	**33,5**	**35,6**	**20,2**	**22,3**	**23,0**	**22,9**
Imprese	**7,7**	**6,9**	**6,1**	**37,0**	**39,8**	**12,6**	**7,6**	**9,2**	**9,3**
Totale ...	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
In % del PIL	*45,9*	*47,1*	*15,1*	*7,8*	*6,6*	*4,4*	*130,9*	*133,2*	*135,7*

(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) Dati provvisori. – (3) Comprendono i soli certificati di credito del Tesoro a cedola variabile. – (4) La composizione percentuale dei titoli del settore pubblico si riferisce al totale dei titoli di tale settore.

Le emissioni nette di obbligazioni da parte delle Amministrazioni locali italiane hanno costituito una quota significativa dei collocamenti complessivi di titoli pubblici. Esse sono ammontate a 3,4 miliardi, valore storicamente elevato, anche se inferiore al massimo del 2002 (5,5 miliardi). Alla fine del 2003 le obbligazioni emesse dagli enti locali italiani costituivano l'1,5 per cento della consistenza totale di titoli del settore pubblico.

Negli ultimi anni il ricorso al finanziamento obbligazionario da parte degli enti territoriali italiani è aumentato in misura significativa. Circa l'80 per cento dei collocamenti è stato effettuato sul mercato internazionale, generalmente per il tramite di un sindacato composto da banche di diversi paesi. Quasi tutti i prestiti in circolazione alla fine del 2003 erano denominati in euro. Più della metà delle obbligazioni è stato emesso da regioni dell'Italia centrale, un quarto e un quinto rispettivamente da enti locali del Mezzogiorno e del Nord. I titoli hanno in prevalenza una durata all'emissione compresa tra i 15 e i 20 anni e la metà di essi è a tasso fisso. Oltre un terzo dei prestiti internazionali appartiene alla stessa classe di rating dei titoli dello Stato italiano (AA o Aa2), il resto a categorie immediatamente inferiori.

Per il settimo anno consecutivo sono proseguite le vendite nette di titoli pubblici italiani da parte delle banche; i fondi comuni e gli operatori non residenti hanno invece continuato a effettuare cospicui acquisti netti (tav. D31). Il basso livello dei rendimenti ha spinto il settore privato non finanziario, prevalentemente composto da famiglie, a ridurre, per importi ingenti, l'ammontare di titoli di Stato detenuto in portafoglio. Nel 2003 la quota dei titoli pubblici italiani posseduti da operatori non residenti è fortemente aumentata, dal 43,3 al 48,7 per cento del totale.

I tassi di interesse. – Nel corso del 2003 i tassi d'interesse a medio e a lungo termine in euro hanno registrato forti oscillazioni; alla fine dell'anno essi si collocavano su livelli analoghi a quelli di un anno prima (cfr. il capitolo: *La politica monetaria*). I rendimenti dei BTP benchmark a 5 e a 10 anni erano pari, rispettivamente, al 3,5 e al 4,4 per cento (fig. D20), quelli dei titoli a 30 anni al 5,2 per cento.

Risentendo di dati contrastanti sull'intensità della ripresa ciclica dell'economia dell'area dell'euro, la volatilità implicita nei prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale ha avuto ampie fluttuazioni nel corso del 2003 (fig. D21).

I rendimenti reali a lungo termine, desunti dalle quotazioni dei titoli di Stato decennali francesi indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, si sono ulteriormente ridotti di 0,4 punti percentuali nel corso del 2003, al 2,0 per cento. Nei primi tre mesi del 2004 sono ulteriormente scesi, all'1,5 per cento, per risalire in aprile all'1,8 per cento; un'analoga tendenza si è riscontrata nel rendimento del nuovo BTP decennale indicizzato ai prezzi al consumo dell'area.

ACQUISTI NETTI E CONSISTENZE DI TITOLI IN ITALIA (1)

(milioni di euro)

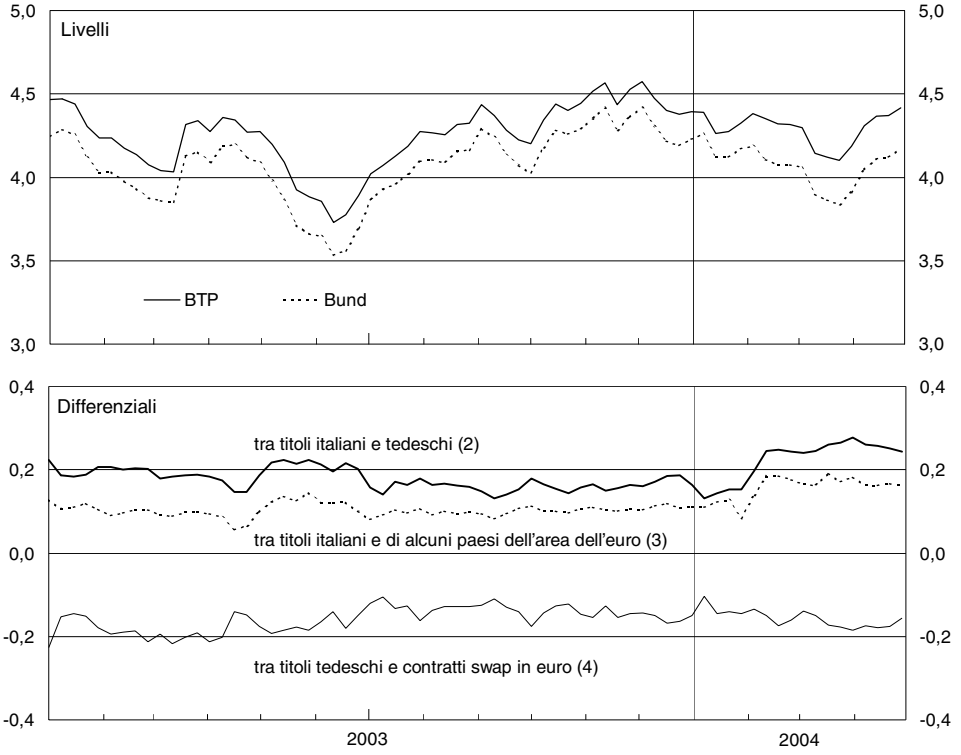
Sottoscrittori	Settore pubblico						Obbligazioni private	Totale titoli del settore pubblico e obbligazioni private	Azioni quotate italiane
	BOT	CTZ	CCT (2)	BTP	Altri (3)	Totale			
				Acquisti netti *(valori)*					
2002									
Banca d'Italia-UIC	175	175	1.020	17.191	–17.520	1.041	–21	1.020	346
Banche	4.139	971	–13.257	–13.656	–106	–21.909	4.108	–17.801	8.947
Istit. di assicurazione	1.627	836	13.150	–167	39	15.485	6.254	21.739	–4.799
Fondi comuni	3.036	4.079	7.812	–8.608	–44	6.275	679	6.954	–1.133
Estero (4).	–12.359	1.314	–2.076	33.125	4.431	24.435	18.105	42.540	–7.155
Altri investitori (5)	3.312	960	–18.939	14.479	3.877	3.689	40.180	43.869	7.688
Totale ...	**–70**	**8.335**	**–12.290**	**42.364**	**–9.323**	**29.016**	**69.305**	**98.321**	**3.894**
2003 (6)									
Banca d'Italia-UIC	–170	–181	1.734	8.245	1	9.629	–2	9.627	96
Banche	2.731	195	–5.912	–2.521	971	–4.536	8.142	3.606	–8.085
Istit. di assicurazione	2.737	–657	6.516	–1.129	–358	7.109	4.790	11.899	4.200
Fondi comuni	12.457	1.778	4.506	–4.295	156	14.602	781	15.383	229
Estero (4).	13.949	–4.461	–1.834	49.545	2.990	60.189	925	61.114	–2.400
Altri investitori (5)	–25.799	–4.581	–21.358	–18.081	4.085	–65.734	50.410	–15.324	14.670
Totale ...	**5.905**	**–7.907**	**–16.348**	**31.764**	**7.845**	**21.259**	**65.046**	**86.305**	**8.710**
				Consistenze *(quote percentuali)*					
Dicembre 2003 (6)									
Banca d'Italia-UIC	0,0	0,0	5,3	5,4	1,0	4,2	0,0	2,8	1,1
Banche	16,0	9,1	21,1	3,1	5,8	7,9	10,4	8,7	0,0
Istit. di assicurazione	3,9	1,7	20,5	10,8	3,1	10,6	6,4	9,3	4,3
Fondi comuni	24,9	17,5	19,2	8,7	2,1	11,9	2,0	8,7	3,4
Estero (4).	48,1	38,8	19,2	53,0	81,1	48,7	....	....	13,3
Altri investitori (5)	7,1	32,8	14,8	19,0	7,0	16,6	....	....	77,9
Totale ...	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
Totale ...	**119.645**	**52.636**	**196.313**	**700.655**	**105.054**	**1.174.303**	**557.910**	**1.732.213**	**487.447**

(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. – (4) Sono esclusi i titoli degli enti territoriali, delle aziende autonome, dell'Ente F.S. e delle banche. – (5) Famiglie, imprese, Amministrazioni centrali e locali, Istituti di previdenza, Cassa DD.PP. e SIM. – (6) Dati provvisori.

Fig. D20

RENDIMENTI LORDI DEI TITOLI DECENNALI ITALIANI E TEDESCHI E PRINCIPALI DIFFERENZIALI DI INTERESSE (1)

(dati medi settimanali; valori e punti percentuali)



Fonte: BRI.

(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il BTP e il corrispondente titolo Bund. – (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.

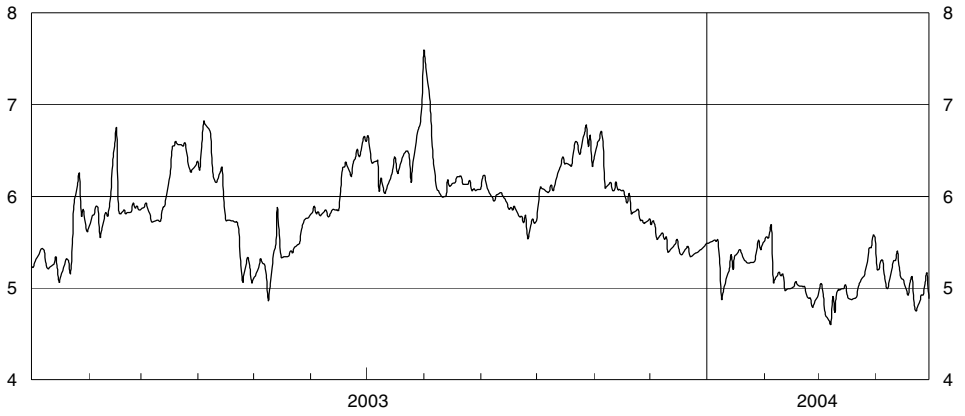
Il differenziale di rendimento tra i BTP benchmark decennali e i corrispondenti titoli di Stato tedeschi, dopo essere rimasto stabile nel 2003, è lievemente risalito nel primo trimestre del 2004. L'incremento ha riflesso in parte il cambiamento del titolo italiano di riferimento (avvenuto all'inizio dello scorso febbraio); vi ha contribuito il diffondersi di timori di una riduzione del merito di credito assegnato all'Italia da parte di un'importante agenzia di rating internazionale. Alla fine dello scorso aprile il differenziale si collocava a circa 0,25 punti percentuali (fig. D20).

Il divario tra i rendimenti delle obbligazioni emesse da enti locali italiani e quelli dei titoli di Stato italiani è assai contenuto. Dati del mercato secondario relativi a un campione di titoli in euro a tasso fisso emessi dagli enti locali (rappresentativi di circa un quarto del totale e del 57 per cento di quelli in euro a tasso fisso) indicano che alla fine dello scorso marzo le obbligazioni degli enti locali italiani offrivano un rendimento medio di circa 0,1 punti percentuali superiore a quello dei titoli di Stato italiani.

Fig. D21

VARIABILITÀ ATTESA DEI BUND DECENNALI (1)

(dati giornalieri; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg.

(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui *futures* quotati all'Eurex.

Il mercato secondario. – Sul mercato secondario dei titoli di Stato italiani si è ridotto il volume degli scambi, ma le condizioni di liquidità non hanno registrato tensioni. Gli scambi medi giornalieri a pronti sul mercato telematico italiano MTS si sono ridotti nel corso del 2003, a 8,4 miliardi di euro (8,6 miliardi nel 2002; cfr. il capitolo della sezione G: *La sorveglianza sugli scambi*). Il calo è stato accentuato nel comparto dei BTP (-13,2 per cento). I differenziali denaro-lettera si sono ridotti in tutti i comparti con l'eccezione di quello dei BTP, dove sono comunque rimasti su livelli contenuti. Le contrattazioni medie giornaliere dei pronti contro termine hanno invece continuato a crescere, sebbene a un tasso inferiore a quello dei due anni precedenti, raggiungendo i 48,9 miliardi. Sul mercato MOT della Borsa italiana gli scambi medi giornalieri di titoli di Stato italiani sono calati del 10,4 per cento, a 480 milioni. Anche sul mercato londinese EuroMTS gli scambi a pronti medi giornalieri di titoli di Stato dei paesi dell'area dell'euro si sono ridotti nel 2003, da 2,9 a 2,4 miliardi.

Nel corso del 2003 il gruppo MTS ha avviato tre nuovi circuiti di scambio, relativi ai titoli di Stato austriaci, danesi e greci. È stato inoltre introdotto il New EuroMTS, un circuito dedicato ai titoli di Stato dei paesi che sono entrati a far parte della UE nel maggio del 2004.

Secondo l'indagine annuale condotta dalla Bond Market Association, nel 2003 il numero di piattaforme elettroniche per la compravendita di titoli a reddito fisso ha continuato a crescere in Europa (da 28 a 31) mentre si è ridotto negli Stati Uniti (da 52 a 46). Il calo del numero complessivo di piattaforme si è associato a un ulteriore incremento dell'attività degli operatori più importanti.

Il mercato dei derivati sui tassi di interesse. – Sospinti dall'elevata variabilità dei tassi di interesse, nel 2003 gli scambi medi giornalieri di futures sul Bund decennale e sugli eurodepositi a tre mesi denominati in euro sono cresciuti a ritmi elevati, superiori al 30 per cento. Anche le contrattazioni di opzioni sono aumentate in misura rilevante.

Secondo i dati della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), nel 2003 il valore nozionale della consistenza di futures e opzioni scambiati su mercati regolamentati è salito del 56,3 per cento, a 33.900 miliardi di dollari; l'aumento più consistente si è avuto nelle borse europee (77,4 per cento). Anche la consistenza dei contratti derivati scambiati su mercati non regolamentati è cresciuta in misura cospicua, toccando i 142.000 miliardi di dollari alla fine del 2003 (da 101.700 miliardi un anno prima). Al considerevole sviluppo del mercato avrebbe contribuito l'elevata incertezza sui tassi d'interesse in dollari, che si è tradotta in una forte richiesta di copertura dal rischio con strumenti derivati.

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

L'attività di collocamento. – Nel 2003 i collocamenti netti di obbligazioni a medio e a lungo termine effettuati da emittenti italiani sono diminuiti del 4,5 per cento rispetto all'anno precedente, a 65,6 miliardi di euro (tav. D32). Il calo è stato assai pronunciato per i collocamenti delle società non finanziarie, scesi da 6,6 a 3,7 miliardi; alla fine del 2003 l'ammontare di titoli di tali società era pari a 38 miliardi di euro. Le emissioni delle banche sono diminuite del 6,1 per cento, mentre quelle delle altre società finanziarie, che includono le operazioni di cartolarizzazione, sono cresciute del 6,3 per cento. Al contrario di quanto avvenuto in Italia, nel complesso dell'area dell'euro le emissioni nette di banche e imprese sono aumentate del 40,5 per cento, a 365,0 miliardi.

Il calo delle emissioni lorde delle società non finanziarie italiane è in parte ascrivibile a una certa difficoltà degli emittenti italiani ad accedere al mercato obbligazionario internazionale dopo le insolvenze sui titoli Cirio, nel novembre del 2002, e Parmalat, agli inizi del dicembre 2003. Sulla base di dati di fonte Dealogic, le emissioni lorde di obbligazioni sul mercato internazionale da parte di imprese non finanziarie italiane si sono ridotte nel 2003 a 13,9 miliardi di euro, da una media annua di 19,0 nel quadriennio 1999-2002; al contrario, quelle degli altri paesi dell'area dell'euro sono aumentate da 113,2 a 125,4 miliardi. Il calo è imputabile per circa l'80 per cento alla minore raccolta effettuata dai dieci maggiori prenditori; vi ha contribuito il più ridotto ricorso al mercato da parte di emittenti minori. Solo 5 società non finanziarie italiane hanno effettuato nel 2003 emissioni di piccolo importo (per un valore complessivo inferiore a 300 milioni di euro), contro una media annua di 13 nel quadriennio 1999-2002; il numero di emissioni prive di rating è diminuito da 18 a 3, quello di nuovi emittenti da 9 a 5. Nei primi tre mesi

del 2004, le emissioni di società non finanziarie italiane sono state pari a 3,2 miliardi, contro 3,4 miliardi in media negli stessi mesi dei quattro anni precedenti; tutti questi collocamenti sono stati effettuati da gruppi italiani di grandi dimensioni.

Tav. D32

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
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2003
				Italia			
Banche	33.917	33.239	31.215	334.546	367.785	398.999	31
Altre società finanziarie ...	36.030	28.854	30.682	61.545	90.286	120.794	9
Società non finanziarie ..	7.013	6.584	3.659	28.286	34.869	38.494	3
Totale ...	**76.960**	**68.677**	**65.556**	**424.377**	**492.940**	**558.287**	**43**
Per memoria: mercato internazionale (3)	75.303	36.151	43.897	216.517	249.819	291.188	22
				Area dell'euro			
Banche (4)	196.895	116.244	182.364	2.668.658	2.779.068	2.940.201	41
Altre società finanziarie (4)	115.815	115.437	129.978	472.036	559.143	676.314	9
Società non finanziarie (4)	78.848	28.168	52.684	431.832	453.040	497.372	7
Totale ...	**391.558**	**259.849**	**365.026**	**3.572.526**	**3.791.251**	**4.113.887**	**57**
Per memoria: mercato internazionale (3)	574.560	424.558	542.168	2.480.042	2.806.829	3.247.135	45

Fonte: per l'area dell'euro, elaborazioni su dati BCE.

(1) Salvo diversa indicazione, la nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società emittente e non della società capogruppo. Sono inclusi i soli titoli con durata all'emissione superiore all'anno. – (2) Differenza tra il valore nominale dei titoli collocati e quello dei titoli rimborsati. – (3) Dati di fonte BRI. La nazionalità e il settore di appartenenza sono quelli della società capogruppo e non della società emittente. Sono incluse anche le *Medium Term Notes* con durata all'emissione inferiore all'anno. Il mercato internazionale è costituito da obbligazioni che vengono collocate anche presso investitori residenti in paesi diversi da quello dell'emittente. – (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.

Nel 2003 le emissioni nette di titoli obbligazionari effettuate da società italiane a fronte di operazioni di cartolarizzazione sono ammontate a 29,7 miliardi di euro, in linea con il valore dell'anno precedente. Come negli anni passati, la maggior parte di tali operazioni è stata effettuata dal settore bancario e da enti del settore pubblico; l'emissione più consistente è stata effettuata a fronte della cartolarizzazione dei crediti dell'INPS (3,0 miliardi).

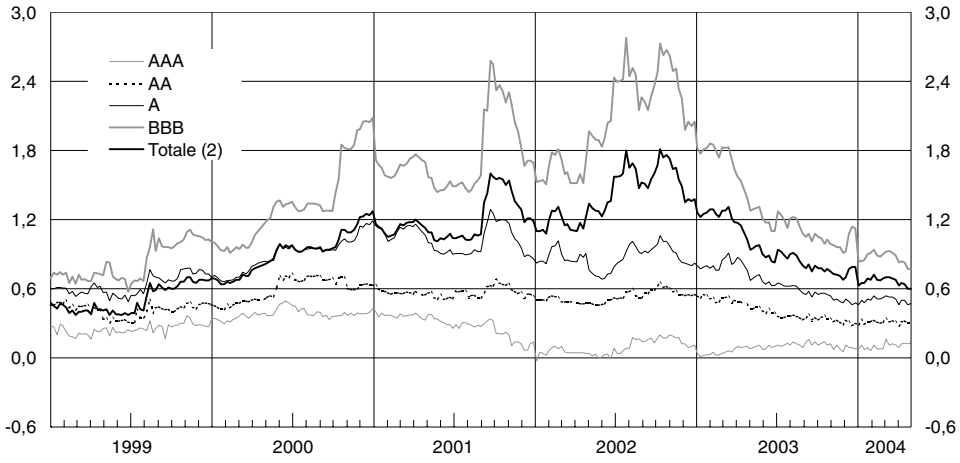
Dalla fine degli anni novanta i titoli obbligazionari garantiti da attività patrimoniali hanno registrato un notevole sviluppo anche negli altri paesi europei. Secondo i dati forniti dalla Bond Market Association, tra il 2000 e il 2003, su 1.400 miliardi di euro di collocamenti operati da società europee il 58 per cento è rappresentato da titoli garantiti da attività patrimoniali che rimangono nel bilancio del prenditore (con caratteristiche simili a quelli tedeschi del tipo Pfandbriefe). Nel periodo 2000-03 le emissioni lorde di titoli garantiti da

attività patrimoniali in Italia sono ammontate a circa il 7,5 per cento del totale delle emissioni europee; tale percentuale è simile a quella francese e spagnola (5,6 e 7,4 per cento, rispettivamente), ma inferiore a quelle tedesca e britannica (51,0 e 14,9 per cento, rispettivamente). Sulla base di dati di fonte Dealogic, relativi al mercato internazionale, risulta che la parte prevalente di tali obbligazioni è garantita da attivi detenuti dal settore bancario; sempre nel periodo 2000-03, tale quota è stata pari al 61 per cento per i titoli di emittenti italiani, leggermente inferiore (circa il 55 per cento) per Francia e Regno Unito e notevolmente più elevata per Germania e Spagna (91 e 95 per cento, rispettivamente).

I rendimenti. – Sul mercato internazionale il rendimento delle obbligazioni in euro di società non finanziarie con elevato merito di credito (ossia con rating non inferiore a BBB- o Baa3) ha continuato a scendere nell'arco del 2003, per poi stabilizzarsi nei primi mesi dell'anno in corso; alla fine dell'aprile 2004 era pari al 3,9 per cento, un valore storicamente assai ridotto. Il calo del costo dei finanziamenti è riconducibile, oltre che a una lieve diminuzione dei tassi a lungo termine sui titoli di Stato, alla forte contrazione dei premi per il rischio. Alla fine dello scorso aprile, il differenziale di rendimento tra le obbligazioni in euro e i titoli di Stato era pari a 0,6 punti percentuali, circa la metà del valore di un anno prima (fig. D22).

Fig. D22

DIFFERENZIALI DI RENDIMENTO TRA OBBLIGAZIONI IN EURO DI IMPRESE NON FINANZIARIE E TITOLI DI STATO (1)
(dati settimanali; 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).

All'inizio del 2004 era stato completamente riassorbito il considerevole rialzo dei premi per il rischio registratosi tra l'aprile del 2000 e l'ottobre del 2002. In quel periodo il forte inasprimento del rischio di credito sulle obbligazioni delle imprese aveva riflesso la

prolungata fase di rallentamento ciclico mondiale e il conseguente deterioramento della redditività delle imprese. Vi aveva contribuito l'emergere di casi di gravi irregolarità contabili da parte di grandi imprese (le società Enron e Worldcom negli Stati Uniti, Vivendi in Francia e Ahold nei Paesi Bassi) che avevano sollevato dubbi sulla trasparenza dei conti delle imprese e sul buon funzionamento dei controlli interni, esterni e pubblici sulle società emittenti (cfr. Bollettino Economico*, n. 39, 2002).*

La diminuzione dei premi per il rischio nel corso del 2003 si è concentrata nella prima metà dell'anno, in seguito alla diffusione di dati congiunturali per l'economia mondiale più favorevoli delle attese e alle condizioni monetarie eccezionalmente espansive. Il fenomeno ha interessato prevalentemente le classi di rating meno elevate e i settori delle telecomunicazioni, dell'energia e delle automobili. Tra le società finanziarie, la flessione dei differenziali è stata accentuata per le banche di investimento e per le assicurazioni, che hanno beneficiato del miglioramento dei mercati mobiliari.

L'ampia riduzione dei premi per il rischio ha riflesso un sensibile calo delle insolvenze e un graduale miglioramento delle valutazioni del merito di credito degli emittenti formulate dalle società specializzate. Vi ha contribuito la crescente domanda di attività finanziarie con rendimenti più elevati, a fronte di un orientamento assai espansivo della politica monetaria delle principali aree con conseguenti condizioni di liquidità abbondante e tassi di interesse sui titoli di Stato assai ridotti.

Negli ultimi anni il basso livello raggiunto dai tassi d'interesse sui titoli di Stato ha spinto i risparmiatori a ricercare attività finanziarie in grado di offrire rendimenti più elevati. Sulla base degli indici Merrill Lynch relativi al mercato internazionale delle obbligazioni, nel triennio 2001-03 il rendimento a scadenza delle obbligazioni in euro emesse dalle imprese non finanziarie con elevato merito di credito è stato in media pari al 5,2 per cento, superiore di circa un punto percentuale a quello dei titoli di Stato italiani.

Analisi econometriche condotte dal Servizio Studi su un campione di obbligazioni in euro a tasso fisso emesse sul mercato internazionale da imprese non finanziarie europee indicano che i differenziali di rendimento rispetto ai titoli di Stato rispondono a fattori che incidono sulla probabilità di insolvenza dell'impresa emittente (quali il grado di indebitamento, i tassi di interesse sui titoli di Stato e la variabilità del titolo azionario) e a fattori collegati con il grado di liquidità del mercato obbligazionario. Questi fattori, tuttavia, spiegano solo in parte le variazioni dei differenziali di rendimento, analogamente con quanto si riscontra in studi condotti per il mercato statunitense.

L'incidenza sui differenziali di rendimento della variazione del grado di indebitamento dell'impresa emittente sarebbe maggiore per i titoli più rischiosi e per quelli a breve scadenza. Rispetto al mercato statunitense, i differenziali delle obbligazioni di imprese europee mostrerebbero una maggiore reattività a variazioni del grado di indebitamento della società emittente; ciò potrebbe essere riconducibile alle preoccupazioni connesse con il più elevato indebitamento di alcune grandi compagnie del settore delle telecomunicazioni e di quello automobilistico in Europa. Inoltre, i differenziali di rendimento del mercato obbligazionario europeo sarebbero influenzati in misura maggiore dalle condizioni di liquidità del mercato secondario.

Per i titoli di emittenti italiani, la discesa dei rendimenti nel corso del 2003 è stata in linea con l'andamento generale del mercato internazionale. Dal mese di dicembre, dopo l'emergere dell'insolvenza del gruppo Parmalat, si è registrato un innalzamento dei tassi per i titoli italiani più rischiosi. Le condizioni di finanziamento per gli emittenti italiani ad alto merito di credito sono rimaste invece pressoché invariate. La crisi del gruppo Parmalat, dunque, pur non avendo avuto ripercussioni generalizzate, avrebbe determinato un atteggiamento più selettivo del mercato nei confronti dei prenditori italiani con titoli privi di rating o con basso merito di credito.

Prendendo a riferimento il rendimento all'emissione delle obbligazioni in euro a tasso fisso e con rating BBB, il differenziale medio di rendimento tra i titoli italiani e quelli esteri di durata simile emessi da imprese appartenenti allo stesso settore di attività economica è stato, nel 2003, inferiore a un decimo di punto percentuale. Anche i rendimenti all'emissione dei prestiti collocati all'inizio del 2004 non si sono discostati da quelli di titoli esteri comparabili.

Sul mercato secondario, dopo l'emergere della crisi del gruppo Parmalat, i differenziali di rendimento dei titoli italiani a elevato merito di credito, rispetto a indici Morgan Stanley relativi a settori e classi di rating corrispondenti, sono risultati per lo più invariati. L'andamento delle quotazioni sul mercato secondario segnala invece una maggiore cautela degli investitori nei confronti dei prenditori italiani più rischiosi. Tra l'inizio di dicembre 2003 e la fine dello scorso febbraio, per un campione di titoli privi di rating o a basso merito di credito si è avuto un aumento dei rendimenti pari in media a circa tre punti percentuali, non riscontrabile in quelli di titoli analoghi emessi da imprese di altri paesi.

Il mercato dei derivati sul rischio di credito. – La crescita del mercato dei derivati su crediti è proseguita. Secondo una recente stima dell'International Swaps and Derivatives Association (ISDA), alla fine del 2003 il valore nozionale di questo tipo di derivati era aumentato del 64 per cento rispetto a un anno prima, a 3.600 miliardi di dollari. Le implicazioni degli strumenti per il trasferimento del rischio di credito per il funzionamento dei mercati finanziari sono attualmente all'attenzione degli organismi internazionali di cooperazione tra le autorità di vigilanza finanziaria (cfr. il capitolo della sezione A: *I mercati valutari e finanziari internazionali*).

La tipologia contrattuale maggiormente diffusa è rappresentata dai credit default swaps (CDS), strumenti che danno all'acquirente il diritto a ricevere dal venditore il valore nominale di un titolo emesso da una determinata società, qualora quest'ultima risulti insolvente. Poiché i CDS sono scambiati unicamente su mercati non regolamentati, le caratteristiche dei singoli contratti possono variare sulla base di accordi bilaterali tra i contraenti. La conseguente segmentazione del mercato e la difficoltà di fornire interpretazioni univoche degli obblighi giuridici delle controparti hanno costituito per diverso tempo un ostacolo alla crescita del mercato. Nel 1999 l'ISDA ha emanato una serie di linee guida per i contratti (Credit Derivatives Definitions), oggi ampiamente utilizzate dai partecipanti al mercato. In seguito al proliferare di controversie giudiziali relative

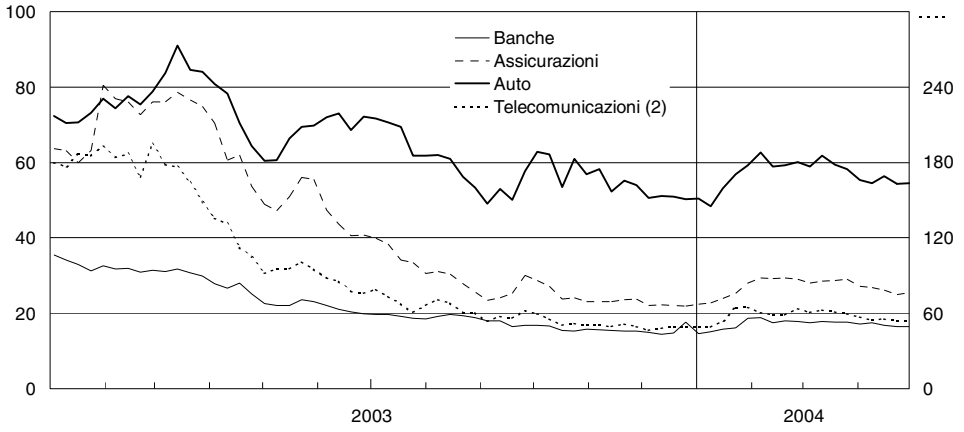
agli obblighi che scaturiscono dai CDS, l'ISDA nel 2003 ha emanato nuove linee guida. Sebbene su questo mercato permangano rischi legali, nei più recenti casi di insolvenza i contratti stipulati secondo i nuovi standard non avrebbero dato origine a significative controversie interpretative. L'espansione del mercato risente inoltre dello sviluppo ancora limitato delle tecniche di determinazione dei prezzi di questi strumenti. Un ulteriore aspetto critico è costituito dalla possibilità che si verifichino elevate concentrazioni di rischio tra gli intermediari, anche a causa della scarsa trasparenza degli scambi.

Nel corso del 2003 i premi sui CDS hanno registrato un calo generalizzato, in analogia con quanto è avvenuto per i differenziali di rendimento delle obbligazioni di banche e imprese rispetto ai titoli di Stato. Per i CDS relativi alle principali banche dell'area dell'euro i premi si sono in media dimezzati, portandosi al di sotto dello 0,2 per cento. Quelli relativi alle compagnie di telecomunicazione, saliti notevolmente nel corso degli anni precedenti in connessione con l'aumento del grado di indebitamento, sono in media calati drasticamente, passando dal 2,3 allo 0,6 per cento (fig. D23).

Fig. D23

PREMI SUI DERIVATI SUL CREDITO PER ALCUNI SETTORI DELL'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. – (2) Scala di destra.

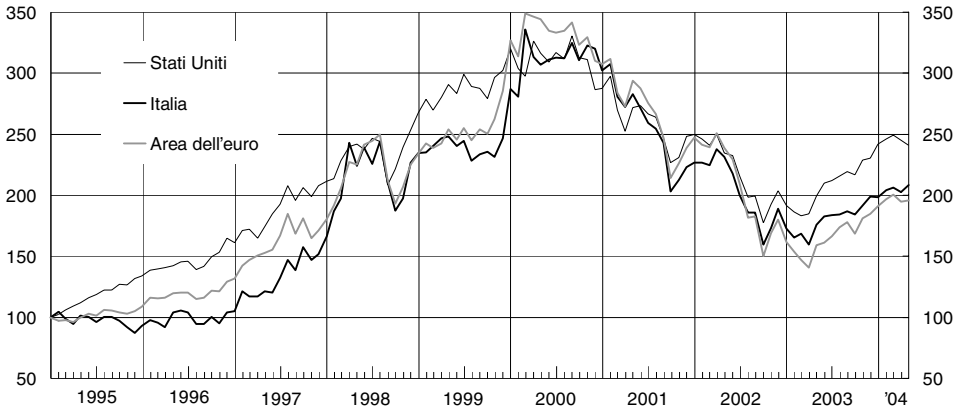
Stime econometriche condotte sui CDS che assicurano contro il rischio di insolvenza di una singola banca (basate su un campione di contratti relativi alle principali banche commerciali internazionali) evidenziano che i premi di questi strumenti sono in grado di fornire indicazioni circa l'approssimarsi di una revisione al ribasso del merito di credito della banca oggetto del contratto da parte delle principali agenzie di rating. Il contenuto informativo dei premi sui CDS è simile a quello che si può ricavare dalle quotazioni di borsa delle azioni della banca, ma risulta notevolmente superiore a quello dei differenziali di rendimento delle obbligazioni emesse dalla banca rispetto ai titoli di Stato, che tendono a muoversi solo con un certo ritardo. Nessuno di questi indicatori fornisce invece informazioni rilevanti nel caso di imminenti revisioni al rialzo del merito di credito della banca.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Nel 2003 le quotazioni azionarie nell'area dell'euro sono tornate a salire dopo tre anni di calo pressoché ininterrotto; l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo ai titoli delle maggiori società dell'area in termini di capitalizzazione di borsa, è aumentato del 18 per cento nel corso dell'anno (fig. D24). Il rialzo delle quotazioni è stato accentuato in Germania e in Spagna (38 e 27 per cento, rispettivamente), più contenuto in Italia e in Francia (15 e 16 per cento); nello stesso periodo i corsi azionari sono aumentati del 17 per cento nel Regno Unito e di circa il 25 negli Stati Uniti e in Giappone.

Fig. D24

ANDAMENTO DEI CORSI AZIONARI (1)
(dati di fine mese; indice: 31 dicembre 1994=100)



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.

L'aumento dei corsi azionari nel 2003 è stato molto più ampio per le società operanti in settori a elevato contenuto tecnologico: sul mercato britannico Techmark l'apprezzamento si è commisurato al 56 per cento, su quello statunitense Nasdaq al 49; sul listino italiano Nuovo Mercato e su quello francese Nouveau Marché i guadagni sono stati pari al 27 e al 26 per cento rispettivamente.

Le quotazioni azionarie in Italia e nelle altre principali economie dell'area dell'euro hanno continuato a scendere fino all'avvio delle operazioni militari in Iraq, alla metà del marzo 2003. La successiva, prolungata fase di rialzo ha subito brevi interruzioni, per lo più connesse con dati congiunturali deludenti o col riacutizzarsi delle tensioni internazionali. Dall'inizio di marzo 2004 si è interrotta l'ascesa delle quotazioni azionarie, a causa soprattutto dei timori di una ripresa dell'attività terroristica internazionale dopo gli attentati in Spagna e nuove tensioni in Medio Oriente. Rispetto ai valori dell'inizio del 2004, alla fine della seconda decade dello scorso maggio gli indici di borsa erano aumentati del 3 per cento in

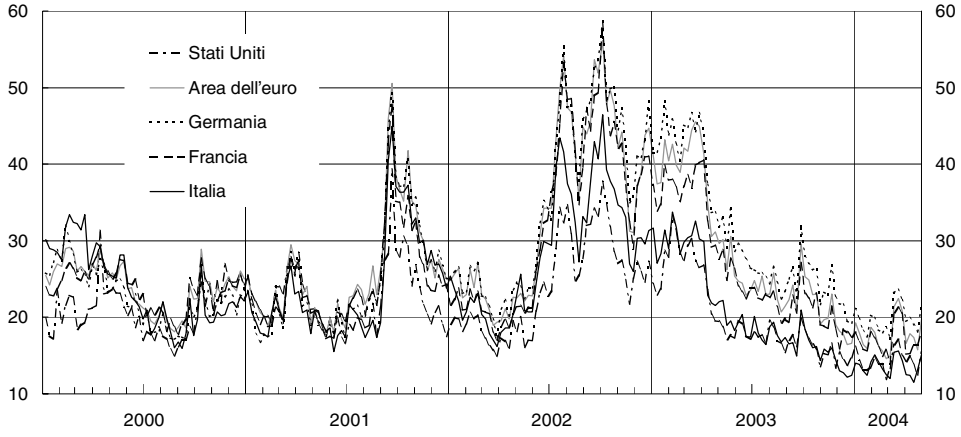
Italia, del 2 in Spagna e dell'1 in Francia; le quotazioni erano rimaste invariate nel complesso dell'area dell'euro, mentre erano diminuite del 2 per cento in Germania e negli Stati Uniti.

In Italia la risalita dell'indice generale di borsa è stata influenzata anche da vicende specifiche di alcune delle principali società quotate. Nella primavera del 2003 la maggiore compagnia italiana di telecomunicazioni ha annunciato una operazione di fusione con la società controllante, volta ad accorciare la catena di controllo societario; nel bimestre successivo all'operazione, effettuata nella seconda metà di luglio, si è registrato un calo del valore di borsa della nuova società. La crisi del gruppo Parmalat all'inizio di dicembre si è ripercossa su alcuni comparti azionari; nei primi due mesi del 2004 l'indice del settore alimentare (calcolato escludendo il titolo Parmalat) è sceso, mentre le azioni delle banche italiane hanno registrato un apprezzamento molto più contenuto rispetto a quello delle banche dell'area dell'euro (2 per cento, contro 5).

Nell'area dell'euro, così come negli Stati Uniti, la risalita dei corsi azionari è stata sospinta, oltre che dalle condizioni monetarie espansive, dalla discesa dei tassi d'interesse reali a lungo termine, dal recupero di redditività delle società quotate e dal calo dei premi per il rischio richiesti per la detenzione di azioni. Su quest'ultima componente ha influito in primo luogo la progressiva diminuzione dell'incertezza sulle prospettive dell'economia mondiale e, dal secondo trimestre 2003, sul conflitto armato in Iraq (fig. D25); ha verosimilmente inciso anche una minore avversione al rischio da parte degli investitori.

Fig. D25

VARIABILITÀ ATTESA 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.

Le fluttuazioni del grado di avversione al rischio degli investitori negli ultimi anni hanno influito considerevolmente sull'andamento degli indici di borsa e sulle scelte di allocazione del risparmio. Indicatori di avversione al rischio basati sui prezzi delle opzioni sugli indici di borsa in Italia (Mib30), Germania (Dax30) e Stati Uniti (Standard & Poor's

500) mostrano che in questi paesi l'attitudine al rischio del complesso degli operatori in titoli azionari varia considerevolmente nel tempo; ciò potrebbe riflettere sia cambiamenti nelle preferenze degli investitori sia mutamenti nel tipo di investitori attivi sul mercato. Nei tre mercati azionari, inoltre, l'avversione al rischio tende a muoversi nella stessa direzione. Presso la borsa italiana, dalla metà degli anni novanta l'avversione al rischio avrebbe risentito soprattutto di eventi internazionali: ha raggiunto un massimo nell'autunno del 1998, in concomitanza con la crisi dell'hedge fund LTCM; ha successivamente toccato valori elevati all'apice della "bolla tecnologica" (nel primo trimestre del 2000), in seguito agli eventi dell'11 settembre 2001 e tra l'estate del 2002 e il marzo del 2003 (in una fase contraddistinta da scandali societari negli Stati Uniti e dagli eventi bellici in Iraq). Dall'aprile del 2003 si è ridotta considerevolmente.

Sulle prospettive di reddito delle società quotate dell'area dell'euro si sono riflesse positivamente l'azione di consolidamento della struttura finanziaria delle imprese e il graduale miglioramento delle attese di ripresa ciclica dell'economia.

Secondo i dati raccolti da una società specializzata (IBES), le previsioni a breve termine degli analisti finanziari sugli utili delle società quotate nei tre principali paesi dell'area dell'euro hanno registrato un lieve calo nel 2003; sono aumentate nel primo trimestre del 2004. Alla fine dello scorso anno si è arrestata la revisione al ribasso del tasso di crescita attesa degli utili su un orizzonte di medio termine (cinque anni), in atto dal 2001. Tali previsioni vanno interpretate unicamente come indicatori della tendenza delle aspettative, poiché le previsioni di crescita formulate dagli analisti tendono a sovrastimare sistematicamente la dinamica effettiva degli utili.

Rispetto al valore medio del periodo 1990-2002, lo scorso aprile il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione era superiore di circa un punto percentuale in Germania e in Italia, all'incirca invariato negli Stati Uniti e più basso in Francia (fig. D26).

Nonostante il considerevole rialzo dei corsi azionari registrato nel corso del 2003, alla fine dell'aprile 2004 in Italia il rapporto tra dividendi correnti e capitalizzazione di borsa, pari al 3,8 per cento, era sensibilmente più alto del valore medio degli ultimi quindici anni. Questo rapporto risultava coerente con il tasso di interesse reale a dieci anni (2,3 per cento) e con le aspettative degli operatori (rilevate da Consensus Forecasts) sul tasso di crescita a lungo termine dell'economia italiana (1,9 per cento), nell'ipotesi di un premio per il rischio dell'ordine di tre punti percentuali. L'analogo rapporto dividendi/capitalizzazione per il complesso dell'area dell'euro risultava anch'esso più alto del valore medio degli ultimi quindici anni e non discosto dal livello coerente con le aspettative di crescita a lungo termine delle principali economie dell'area.

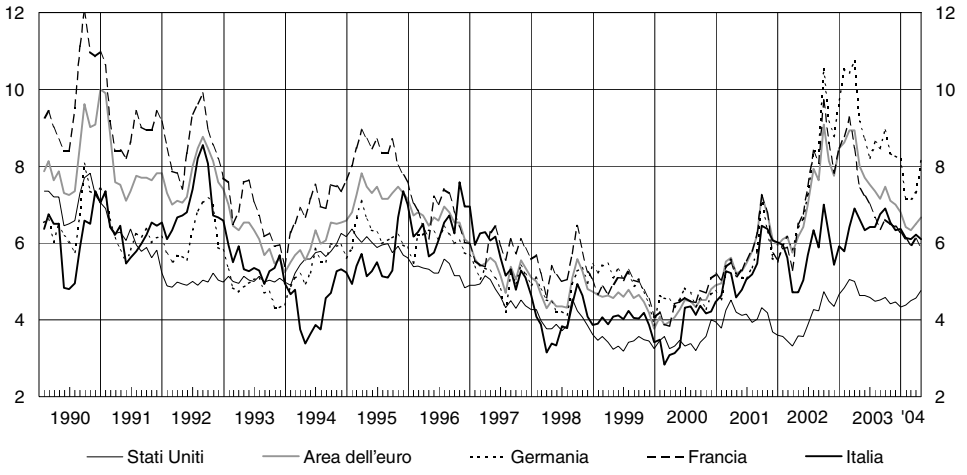
I settori industriali dell'area dell'euro che nel 2003 hanno registrato gli incrementi maggiori delle quotazioni azionarie sono stati quelli dell'informatica, dell'elettronica, delle banche, delle telecomunicazioni, delle automobili, dei mass media e dell'elettricità. Più contenuti sono stati gli

aumenti dei corsi nei comparti dell'hardware, dei prodotti petroliferi e in quello farmaceutico. Rispetto agli Stati Uniti, è risultato maggiore l'incremento dei corsi azionari delle società di telecomunicazioni e di informatica (29 e 75 per cento, rispettivamente, contro 10 e 23 negli Stati Uniti), più limitato quello nei comparti automobilistico e petrolifero (27 e 11 per cento, rispettivamente, contro 42 e 26 negli Stati Uniti).

Fig. D26

RAPPORTO TRA UTILI CORRENTI E CAPITALIZZAZIONE DI BORSA IN ALCUNI PAESI INDUSTRIALI

(dati di fine mese; valori percentuali)



Fonte: Thomson Financial.

Presso la borsa italiana alla ripresa dell'indice generale nel 2003 hanno contribuito soprattutto le quotazioni delle banche. Rispetto al complesso dell'area dell'euro, l'apprezzamento dei corsi è stato minore nei comparti delle telecomunicazioni, delle assicurazioni e dell'elettricità. L'indice del settore automobilistico italiano ha segnato un calo, in contrasto rispetto agli altri listini europei. Un andamento particolarmente positivo ha caratterizzato le quotazioni azionarie delle imprese a bassa capitalizzazione, che sono salite di oltre sei punti percentuali più dell'indice generale, registrando inoltre una variabilità più contenuta.

Nel corso del 2003 le aspettative degli analisti finanziari sugli utili delle società quotate italiane nel 2004 sono rimaste invariate per il settore bancario, assicurativo e delle telecomunicazioni, così come per il mercato nel suo complesso; sono stati invece progressivamente rivisti al rialzo gli utili attesi nei comparti automobilistico, petrolifero e dell'elettricità. Per il 2005, lo scorso aprile gli analisti si attendevano incrementi degli utili in tutti i principali settori di borsa.

Nel 2003 il volume medio giornaliero di scambi di azioni italiane è rimasto invariato rispetto all'anno precedente; in rapporto alla capitalizza-

zione di borsa, esso è stato pari allo 0,5 per cento. La quota degli scambi relativi ai titoli del Mib30 è salita dall'87 all'89 per cento.

L'offerta e la domanda di azioni. – In Italia il buon andamento dei corsi non è stato finora accompagnato da una ripresa delle operazioni di quotazione in borsa. Nel 2003 si sono quotate solo 4 società sul listino principale e una sul Mercato Ristretto (5 e 2 nel 2002, rispettivamente), nessuna sul Nuovo Mercato (come nel 2002). Il capitale raccolto dalle società neoquotate e da quelle già presenti sul listino è ammontato a 8,7 miliardi di euro (pari a circa il 2 per cento della capitalizzazione complessiva) contro 3,9 nel 2002 (tav. D33).

Nell'area dell'euro le operazioni di quotazione in borsa si sono sensibilmente ridotte, scendendo da 59 nel 2002 a 32. Sul mercato statunitense il numero di società che per la prima volta hanno fatto ingresso in borsa è invece rimasto pressoché invariato (87 operazioni, contro 86 nel 2002), registrando una forte accelerazione nella seconda metà dell'anno.

Alla fine dello scorso marzo erano quotate presso la Borsa italiana 267 società italiane, contro 288 alla fine del 2002. Le cancellazioni dal listino sono dovute in 10 casi a operazioni di fusione e in 18 casi a OPA residuali. Grazie alla ripresa delle quotazioni, nel 2003 la capitalizzazione è salita da 458 a 487 miliardi. In rapporto al PIL, essa è cresciuta di oltre un punto percentuale, al 37,5 per cento (nel 2000 aveva toccato il 70); tale rapporto alla fine del 2003 era pari al 40,1 per cento in Germania, al 69,3 in Francia, al 123,6 nel Regno Unito e al 129,9 negli Stati Uniti.

Alla fine dello scorso anno il controvalore delle azioni delle banche era pari al 26 per cento della capitalizzazione del listino principale della Borsa italiana, quello relativo alle assicurazioni al 12. Le azioni del comparto industriale e quelle delle società di servizi rappresentavano, rispettivamente, il 23 e il 35 per cento del valore complessivo del listino; la restante parte (4 per cento) era costituita dai titoli di altre società finanziarie. Il numero di società quotate nel settore delle banche, delle assicurazioni, delle imprese industriali e dei servizi era pari, rispettivamente, a 33, 10, 91 e 46.

Lo scorso novembre presso la Borsa italiana è stato chiuso il Mercato Ristretto e, nel contempo, è stato istituito il mercato Expandi, finalizzato alla quotazione di imprese a piccola e media capitalizzazione. Per accedere a quest'ultimo mercato, le società devono avere una capitalizzazione prevedibile non inferiore a un milione di euro e un flottante pari ad almeno il 10 per cento del capitale e comunque non inferiore a 750.000 euro. Per la quotazione sono inoltre richiesti la pubblicazione degli ultimi due bilanci, di cui l'ultimo certificato, e altri requisiti relativi ai risultati degli ultimi due esercizi e al grado di indebitamento. Nel marzo 2004 tale mercato contava 11 società, con una capitalizzazione pari a 4,6 miliardi.

Tav. D33

PRINCIPALI INDICATORI DELLA BORSA ITALIANA

(milioni di euro, salvo diversa indicazione)

Voci	1999	2000	2001	2002	2003
Società italiane quotate (numero a fine anno)	264	291	288	288	271
di cui: *al Nuovo Mercato*	*6*	*39*	*44*	*44*	*41*
Capitalizzazione (1)	726.566	818.384	592.319	457.992	487.446
di cui: *al Nuovo Mercato*	*6.981*	*22.166*	*12.489*	*6.438*	*8.265*
in percentuale del PIL	*65,6*	*70,2*	*48,6*	*36,3*	*37,5*
composizione percentuale: (2)					
industriali	*20*	*21*	*23*	*25*	*23*
assicurativi	*11*	*14*	*13*	*11*	*12*
bancari	*23*	*25*	*23*	*22*	*26*
finanziari	*3*	*3*	*3*	*3*	*4*
servizi	*43*	*37*	*39*	*39*	*35*
Totale	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
Emissioni lorde di azioni (3)	22.543	9.148	6.171	3.894	8.710
di cui: *al Nuovo Mercato*	*280*	*4.402*	*222*	*115*	*5*
Capitalizzazione società di nuova quotazione (4)	189.822	29.764	10.554	5.142	1.412
di cui: *società estere*	*119.415*	*0*	*0*	*2.067*	*0*
di cui: *al Nuovo Mercato*	*1.345*	*22.108*	*458*	*0*	*0*
Dividendi distribuiti (5)	10.052	15.711	15.889	18.650	17.030
Rapporto utili/capitalizzazione (6)	3,4	4,5	6,0	5,9	6,4
Rapporto dividendi/capitalizzazione (6)	1,5	2,1	2,8	3,8	3,4
Controvalore degli scambi:					
mercato di borsa (7)	*504.070*	*845.193*	*620.004*	*572.940*	*580.703*
futures sull'indice Mib30	*905.841*	*984.392*	*829.416*	*673.836*	*527.024*
opzioni sull'indice Mib30	*264.181*	*323.166*	*246.555*	*176.513*	*153.998*
Variazione dei corsi (8)	22,3	5,4	-25,1	-23,7	14,9
Turnover (9)	83	109	88	109	123

(1) Società italiane. Valore di fine periodo. – (2) I dati non includono il Nuovo Mercato e il Mercato Ristretto. – (3) Società italiane. Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. – (4) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (5) Fonte: Mediobanca. Dividendi lordi complessivi di competenza dell'esercizio precedente all'anno indicato nella tavola. – (6) Fonte: Thomson Financial Datastream. Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (7) Società italiane. – (8) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. – (9) Società italiane. Rapporto percentuale tra controvalore degli scambi e capitalizzazione media dell'anno.

Il D.L. 30.9.2003, n. 269 (convertito nella L. 24.11.2003, n. 326) ha introdotto un'agevolazione fiscale temporanea in favore delle società ammesse alla quotazione nei mercati regolamentati nel periodo compreso tra il 2 ottobre 2003 e il 31 dicembre 2004; l'agevolazione si sostanzia nella riduzione al 20 per cento dell'aliquota dell'imposta sul reddito applicabile su un ammontare di reddito fino a 30 milioni e riguarda il periodo d'imposta in cui è avvenuta la quotazione e i due successivi. Il D.L. 269 del 2003 ha inoltre disposto la riduzione dal 12,5 al 5 per cento dell'aliquota dell'imposta sostitutiva sul risultato di gestione maturato degli OICVM specializzati in società quotate di piccola e media capitalizzazione (non superiore a 800 milioni di euro).

Il mercato dei derivati su indici di borsa e su azioni. – Nel 2003 il numero medio giornaliero di scambi di contratti futures Fib sull'indice Mib30 è diminuito del 13 per cento rispetto all'anno precedente; quello dei contratti di opzione è sceso del 3 per cento. Il contratto MiniFib (futures sull'indice Mib30 con un valore nominale pari a 1 euro per punto di indice, contro i 5 euro del Fib) ha invece registrato un aumento significativo delle contrattazioni (oltre il 20 per cento). I nuovi contratti futures su singole azioni hanno raccolto una quota relativamente limitata degli scambi (2 miliardi di euro, pari allo 0,3 per cento degli scambi totali di contratti futures).

II. – FUNZIONI DI VIGILANZA

E – L'ATTIVITÀ DI VIGILANZA SULLE BANCHE E SUGLI INTERMEDIARI NON BANCARI

Con questa sezione della Relazione la Banca d'Italia 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 2003.

Nel 2003 il protrarsi della fase di debolezza dell'attività economica, stagnante dal primo trimestre del 2001, e il dissesto di alcuni gruppi industriali si sono riflessi sulla situazione complessiva delle banche in misura contenuta, grazie ai progressi compiuti dal sistema bancario sul fronte dell'efficienza, della gestione del rischio, del rafforzamento patrimoniale.

L'efficacia dell'azione di supervisione per il perseguimento di questi obiettivi è stata confermata dal Fondo monetario internazionale nel rapporto sulla rispondenza delle norme e delle prassi di vigilanza italiane ai Principi di base per una efficace vigilanza bancaria, stabiliti dal Comitato di Basilea nel 1997.

Il rapporto, pubblicato a metà del corrente mese di maggio, ha giudicato il sistema di vigilanza bancaria del nostro Paese di qualità elevata. Le normative prudenziali sono state considerate conformi alle migliori prassi indicate dagli organismi internazionali. Sono state valutate positivamente l'indipendenza della Banca d'Italia nell'attività di vigilanza, la collaborazione con le Autorità di controllo sugli altri comparti del sistema finanziario, la trasparenza degli atti della Banca, l'estensione e la completezza delle attività di vigilanza cartolare e ispettiva, l'integrità e la professionalità del personale della Vigilanza.

Il Fondo monetario ha raccomandato di rendere più stringenti i criteri di classificazione dei crediti, di rafforzare la disciplina sulle connessioni tra banche e soggetti finanziati, di prevedere poteri della Banca d'Italia sulle società incaricate di certificare i bilanci delle banche.

Il Fondo monetario ha inoltre rilevato che il sistema legislativo italiano non offre alcuna protezione legale alla Banca d'Italia e ai suoi addetti contro la possibilità di azioni legali derivanti dalle misure adottate in buona fede nell'esercizio delle funzioni di vigilanza.

Nelle sedi della cooperazione internazionale sono proseguite le analisi sui fattori di vulnerabilità dei sistemi finanziari. Il Forum per la stabilità finanziaria ha considerato soddisfacente la solidità dei sistemi finanziari a

fronte dell'avversa fase congiunturale; in relazione a importanti casi di frode e fallimenti d'impresa, ha esaminato le misure adottate dai diversi paesi per rafforzare le regole di governo societario e le prassi contabili; ha verificato i progressi realizzati nei sistemi di regolamentazione e di vigilanza dei centri finanziari offshore.

Il Comitato di Basilea ha concluso i lavori di revisione dell'Accordo sul capitale delle banche. Nel mese prossimo verrà pubblicato il testo della disciplina, che costituirà la base per la modifica delle normative nazionali. L'Accordo entrerà in vigore alla fine del mese di dicembre del 2006; per le banche che adotteranno i metodi di calcolo più avanzati le regole saranno applicate dalla fine del 2007.

La Commissione europea ha completato l'attuazione della riforma in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'Unione europea, applicando ai settori bancario e assicurativo le procedure già adottate nel comparto mobiliare. Dall'inizio di quest'anno ha cominciato a operare il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors); esso fornisce consulenza alla Commissione in materia di regolamentazione bancaria e promuove l'uniforme applicazione delle direttive comunitarie, la convergenza delle pratiche di vigilanza e la cooperazione.

Sono stati compiuti importanti progressi in vista del completamento del Piano d'azione per i servizi finanziari, previsto per il 2005. Nei primi mesi dell'anno in corso sono state approvate la direttiva di revisione della disciplina in materia di servizi di investimento e quella sulle offerte pubbliche di acquisto.

L'ordinamento bancario e finanziario nazionale è stato interessato da significativi interventi di adeguamento alle innovazioni normative introdotte a livello nazionale e comunitario. Gli interventi di coordinamento dei Testi unici bancario e della finanza con la riforma del diritto societario riguardano principalmente la raccolta del risparmio mediante emissione di titoli da parte di soggetti non bancari, le modalità di partecipazione al capitale degli intermediari, la possibilità di adottare i nuovi modelli di governo societario (cosiddetti dualistico e monistico).

In materia di gestione collettiva del risparmio le modifiche introdotte nel Testo unico della finanza sono volte ad accrescere la flessibilità operativa delle SGR e a snellire le procedure amministrative per l'accesso al mercato.

Gli interventi sulla normativa secondaria sono diretti ad ampliare l'operatività degli intermediari e a rafforzare i presìdi patrimoniali e organizzativi. In particolare sono state emanate le norme di vigilanza applicabili a Poste spa per l'attività di "bancoposta" e agli istituti di moneta elettronica. Sono state modificate le regole sulla trasformazione delle scadenze e quelle relative al computo del capitale di terzi nel patrimonio di vigilanza consolidato delle banche. È stata aggiornata la previgente disciplina della trasparenza delle

condizioni contrattuali; le disposizioni regolano compiutamente le diverse fasi del rapporto tra intermediario e cliente, quali la pubblicità preventiva delle condizioni, la forma e il contenuto dei contratti, la rendicontazione periodica e finale del rapporto.

Nel corso del 2003 è proseguita la riorganizzazione del sistema bancario dopo l'intensa fase delle aggregazioni realizzate dalla seconda metà degli anni novanta. Il processo di consolidamento ha determinato un'ulteriore riduzione del numero di banche, soprattutto di quelle di minore dimensione. I grandi gruppi hanno continuato l'azione di razionalizzazione dell'articolazione societaria e delle strutture distributive, anche all'estero; quelli di media dimensione, formatisi negli anni passati, stanno definendo modelli organizzativi più rispondenti alle dimensioni raggiunte, al fine di accrescere l'efficacia del governo del gruppo e l'efficienza dei processi produttivi. Prosegue l'integrazione dei canali distributivi, anche per favorire la gestione unitaria dei rapporti con la clientela.

Nel settore dell'intermediazione mobiliare si è accentuata la tendenza delle SGR alla specializzazione; il numero delle SIM si è ridotto, soprattutto per effetto delle ristrutturazioni operate nell'ambito dei gruppi bancari; sono aumentate le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale, principalmente per la costituzione di società veicolo per la cartolarizzazione.

L'attività di finanziamento delle banche è stata sostenuta; il tasso di crescita degli impieghi è stato pari al 6,2 per cento, superiore a quello del prodotto interno; i flussi di credito si sono in prevalenza indirizzati alle famiglie e alle imprese di piccola dimensione.

La qualità degli attivi delle banche ha registrato un contenuto deterioramento. In rapporto ai crediti complessivi, quelli classificati in sofferenza sono aumentati nel 2003 dal 4,5 per cento – valore minimo dell'ultimo decennio – al 4,7; i crediti ricompresi per la prima volta tra le sofferenze rettificate sono saliti all'1,2 per cento degli impieghi dell'inizio dell'anno (1 per cento nel 2002).

Dopo la flessione nel biennio 2001-02 la redditività delle banche ha registrato un lieve miglioramento. Su base consolidata, il rendimento del capitale bancario (ROE) è passato dal 6,4 al 6,7 per cento; per i principali gruppi il ROE è aumentato dal 6 al 9,2 per cento, soprattutto per effetto del contenimento dei costi e per la ripresa dei ricavi diversi da quelli derivanti dall'intermediazione tradizionale. I flussi di autofinanziamento (3,3 miliardi di euro) e gli aumenti di capitale (2,5 miliardi) hanno contribuito all'aumento del 4 per cento delle dotazioni patrimoniali. Il coefficiente di solvibilità del sistema, calcolato su base consolidata, è lievemente aumentato (11,4 per cento, rispetto all'11,2 per cento nel 2002); per i grandi gruppi esso è passato dal 10,6 al 10,8 per cento.

Fra gli altri intermediari vigilati, nel 2003 è aumentata la redditività delle SGR (19 per cento in più rispetto all'anno precedente), è migliorata quella delle SIM, si è ridotto l'utile delle società finanziarie, pari a 340 milioni di euro.

È ulteriormente sceso il numero delle banche alle quali in sede di analisi cartolare è stata assegnata una valutazione complessivamente negativa (da 122 a 98); a queste ultime fa capo il 7 per cento dei fondi intermediati, a fronte del 23 per cento nel 1997. Questi andamenti trovano conferma nei risultati degli accertamenti ispettivi.

I giudizi della Vigilanza sugli intermediari in valori mobiliari sono rimasti sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente: su 41 società caratterizzate da una situazione di anomalia 32 erano SIM, rappresentative del 14 per cento dei ricavi lordi del comparto. La quota di attività facenti capo alle società finanziarie anomale si è ridotta dal 21 al 13,4 per cento.

Negli interventi effettuati sulle banche particolare attenzione è stata rivolta al rafforzamento del patrimonio; i maggiori gruppi bancari hanno registrato progressi nel raggiungimento dei livelli di patrimonializzazione indicati dalla Vigilanza, più elevati di quelli obbligatori. Nella prospettiva della progressiva adozione dei sistemi di rating interni previsti dal nuovo Accordo sul capitale, si sono svolti incontri con i grandi gruppi diretti a valutare le iniziative assunte in tema di misurazione e gestione del rischio di credito.

Gli interventi condotti sugli intermediari in valori mobiliari si sono concentrati sulle modalità di gestione e controllo dei rischi e sulla funzionalità dei sistemi informativi; in alcuni casi sono stati richiesti interventi di ricapitalizzazione diretti al ripianamento delle perdite o al finanziamento degli investimenti necessari a rafforzare le strutture produttive e di controllo.

L'azione di vigilanza tesa ad accertare il rispetto delle norme in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali è proseguita a ritmi sostenuti nonostante le modifiche normative intervenute nell'anno. Le verifiche effettuate presso dipendenze di 134 banche hanno accertato il progressivo superamento delle anomalie riscontrate negli anni passati nonché una più diffusa attenzione al rispetto della normativa. Nel triennio 2001-03 sono state effettuate 2.390 verifiche di trasparenza presso sportelli di 220 banche.

Nel complesso, nel corso dell'anno l'azione di vigilanza sulle banche e sugli intermediari non bancari è stata diretta ad assicurare adeguati presìdi prudenziali e organizzativi a fronte dell'attività svolta.

Le banche hanno conseguito livelli di efficienza più elevati sotto il profilo sia organizzativo sia delle procedure di gestione dei rischi. Il miglioramento della redditività e il rafforzamento patrimoniale hanno consentito di soddisfare le esigenze di finanziamento di famiglie e imprese. Nel comparto delle SGR è cresciuta l'articolazione delle forme di risparmio gestito; in quello delle SIM e delle società finanziarie è proseguito il processo di definizione degli assetti organizzativi e degli ambiti operativi.

IL QUADRO NORMATIVO

La cooperazione internazionale e le norme comunitarie

La riforma in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria in Europa. – Nel novembre del 2003 la Commissione europea ha completato l'attuazione della riforma delle strutture organizzative in materia di regolamentazione, vigilanza e stabilità finanziaria nell'Unione europea, approvata dal Consiglio Ecofin nel dicembre del 2002. Le misure prese applicano ai settori bancario e assicurativo le procedure regolamentari già adottate in quello mobiliare a seguito dell'approvazione del Rapporto Lamfalussy nel 2001 (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002).

Dal 1° gennaio del 2004 ha cominciato a operare il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors – CEBS). Esso è composto da rappresentanti di alto livello delle autorità di vigilanza e delle banche centrali dell'Unione europea ed è dotato di un Segretariato permanente con sede a Londra.

Le funzioni principali del Comitato riguardano la consulenza tecnica alla Commissione europea in merito a proposte normative in materia bancaria, la promozione di un'applicazione uniforme delle direttive comunitarie, la convergenza delle pratiche di vigilanza da parte degli Stati membri, il rafforzamento della cooperazione nel campo della vigilanza.

Tra le priorità del Comitato particolare attenzione è dedicata al futuro regime dell'adeguatezza patrimoniale delle banche sia per gli aspetti normativi sia per il coordinamento tra gli Stati membri nell'applicazione delle nuove regole. Il Comitato ha anche dato avvio a una maggiore convergenza delle pratiche di vigilanza con l'elaborazione di principi guida sull'appalto di servizi in campo bancario; è intervenuto sull'introduzione dei nuovi principi contabili (International Accounting Standards – IAS) nel settore finanziario. Per lo svolgimento della sua attività, il CEBS si avvale del Gruppo di contatto, istituito nel 1972, e di cui fanno parte le autorità di vigilanza europee del settore bancario.

Nel settore assicurativo la Commissione ha costituito il Comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors – CEIOPS) con sede a Francoforte. Nel settore mobiliare sono conferite ai comitati già esistenti (European Securities Committee – ESC e Committee of European Securities Regulators – CESR) le funzioni svolte dal Comitato di contatto per gli OICVM, previsto dalla direttiva CEE 20 dicembre 1985, n. 611, che viene soppresso.

La cooperazione internazionale. – Il tema della stabilità finanziaria costituisce uno degli aspetti sui quali si concentra l'attività svolta nelle principali sedi della cooperazione internazionale. In questi ambiti sono state condotte analisi per individuare situazioni di vulnerabilità dei sistemi finanziari e per valutare la capacità degli intermediari di far fronte ai rischi assunti. Inoltre, alla luce di gravi episodi di frode e di fallimenti d'impresa, è proseguita l'azione diretta a individuare modalità di rafforzamento dei presidi posti per il corretto funzionamento dei mercati. Le analisi hanno riguardato in particolare questioni relative alle prassi contabili e al governo societario e l'efficacia della normativa e della vigilanza dei centri finanziari offshore.

Il Forum per la stabilità finanziaria, istituito nel 1999 nell'ambito del Gruppo dei Sette (G-7), ha valutato positivamente la tenuta dei sistemi finanziari nonostante la prolungata fase congiunturale avversa; ha ribadito la necessità di applicare principi e prassi che ne rafforzino l'efficienza e la stabilità.

Nella riunione del marzo scorso tenutasi a Roma presso la Banca d'Italia il Forum ha proseguito l'esame delle misure in corso di attuazione da parte degli Stati membri per migliorare il governo delle imprese e il sistema dell'informazione societaria. Sono stati oggetto di dibattito il ruolo svolto dalle agenzie di rating, gli interventi in tema di revisione contabile, le difficoltà dei controlli sui gruppi industriali complessi e con proiezione internazionale dovute anche a carenze nelle informazioni e nella cooperazione da parte delle autorità dei centri offshore. La International Organisation of Securities Commissions (IOSCO) ha istituito un gruppo di lavoro per l'approfondimento di alcuni di questi temi.

Il Forum ha proseguito l'azione di verifica dei progressi compiuti dai centri finanziari offshore nel rafforzamento dei sistemi di regolamentazione e di vigilanza. Su sollecitazione del Forum, i centri che si sono sottoposti ai programmi di valutazione del Fondo monetario internazionale hanno deciso di rendere pubblici i risultati degli accertamenti.

Nella riunione dello scorso aprile a Washington, i ministri finanziari dei paesi del G7 hanno riaffermato l'impegno a promuovere la trasparenza e il rispetto degli standard internazionali di vigilanza da parte dei centri offshore. Al riguardo, è stata accolta positivamente la volontà del Fondo monetario internazionale di tenere conto, nelle future valutazioni, della capacità dei suddetti centri di acquisire informazioni sulle attività che si svolgono nella loro giurisdizione e della loro disponibilità a scambiarle con le autorità estere.

A livello comunitario il Comitato economico e finanziario (CEF) ha esaminato la questione della stabilità finanziaria nelle riunioni semestrali, nel corso delle quali sono effettuate analisi congiunturali delle condizioni finanziarie nella UE; sono state inoltre condotte valutazioni qualitative sull'efficacia e sulla completezza dell'assetto regolamentare, europeo e dei singoli Stati membri, che presiede all'azione di vigilanza, anche con riferimento ai meccanismi per lo scambio di informazioni in caso di crisi.

Il Comitato per la vigilanza bancaria presso la BCE ha svolto una costante azione di verifica delle condizioni di efficienza e stabilità delle banche della UE. Nel novembre del 2003 sono stati pubblicati il secondo rapporto sulla stabilità del sistema bancario europeo e un rapporto sulla sua evoluzione strutturale.

Dalle analisi sulla stabilità emerge che la redditività degli enti creditizi europei, in calo dal 2001 in quasi tutti i paesi della UE, ha mostrato miglioramenti nel 2003 grazie ai programmi di riduzione dei costi intrapresi nell'ultimo biennio e alle minori esigenze di costituire accantonamenti. I più contenuti livelli di reddito nel 2001-02 non hanno avuto conseguenze sull'adeguatezza patrimoniale, anche in seguito alla dismissione di attività non strategiche da parte dei maggiori gruppi.

Nel rapporto sulla struttura del sistema bancario europeo si rilevano un rallentamento nelle operazioni di concentrazione degli intermediari e una tendenza a riorientare l'accesso ai mercati internazionali. Le banche hanno reagito alle difficoltà della situazione economica e allo sfavorevole andamento dei mercati finanziari degli ultimi anni concentrandosi sull'attività creditizia tradizionale, rafforzando le tecniche di gestione dei rischi, attuando programmi di riduzione dei costi. Queste strategie hanno contribuito ad accrescere la solidità dei sistemi bancari europei.

Al fine di verificare il funzionamento degli accordi di cooperazione e dei meccanismi per lo scambio di informazioni in caso di crisi delineati nel *Memorandum of Understanding* tra le autorità di Vigilanza e le banche centrali dell'Unione europea, entrato in vigore il 1° marzo del 2003, il Comitato ha condotto un esercizio di simulazione di una crisi avente per oggetto una banca europea di grandi dimensioni con filiali e filiazioni in altri paesi europei; la simulazione ha confermato l'efficacia dei meccanismi di comunicazione e di scambio di informazioni previsti dal Memorandum.

Nelle diverse sedi della cooperazione internazionale crescente attenzione viene dedicata allo studio delle tecniche di trasferimento del rischio di credito.

Per il Gruppo dei Dieci (G-10), il Joint Forum è impegnato nella valutazione degli effetti del trasferimento del rischio di credito e dei rapporti che si instaurano tra gli intermediari assicurativi, bancari e mobiliari. In ambito comunitario, uno studio congiunto del Comitato per la vigilanza bancaria presso la BCE, del CESR e del CEIOPS si propone di analizzare il grado e le modalità di coinvolgimento degli intermediari europei sui mercati degli strumenti che consentono il trasferimento del rischio di credito.

Le norme comunitarie. – Nel 2003 e nei primi mesi dell'anno in corso sono stati compiuti progressi in vista del completamento entro il 2005 del Piano d'azione per i servizi finanziari.

Nel secondo semestre del 2003 la Presidenza di turno dell'Unione europea, assunta dall'Italia, ha lavorato per accelerare il completamento delle iniziative legislative in corso; particolare impegno è stato dedicato al raggiungimento in seno al Consiglio di accordi riguardanti la proposta di revisione della direttiva in materia di servizi di investimento e quella sulle offerte pubbliche d'acquisto (OPA).

Nel corso del 2003 sono state approvate la direttiva CE 3 giugno 2003, n. 41 sugli enti pensionistici aziendali e professionali e la direttiva CE 4 novembre 2003, n. 71 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari (cfr. il capitolo della sezione E: Il quadro normativo nella Relazione sull'anno 2002).

Nell'aprile del 2004 il Consiglio e il Parlamento europeo hanno approvato la direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 sulla revisione della disciplina in materia di servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002).

La fase conclusiva dei negoziati è stata prevalentemente dedicata alla definizione dei presidi necessari per meglio tutelare gli investitori e assicurare la corretta formazione dei prezzi dei titoli dopo la soppressione dell'obbligo di concentrazione degli scambi nei mercati regolamentati. È ora riconosciuta la possibilità di effettuare gli scambi anche attraverso la compensazione degli ordini di acquisto e di vendita da parte degli intermediari al loro interno (cosiddetta internalizzazione). In questo caso, le banche e le imprese di investimento che si avvalgono di tale possibilità sono obbligate a comunicare al mercato i prezzi ai quali sono disposte a negoziare i titoli quando trattino ordini di controvalore non superiore ai tagli medi di mercato (cfr. il capitolo della sezione G: L'attività normativa e la vigilanza sulle società di gestione e sulle strutture di supporto*).*

Nello stesso mese è stata approvata la direttiva CE 21 aprile 2004, n. 25, sulle offerte pubbliche d'acquisto (OPA). Il provvedimento, che disciplina condizioni e procedure delle OPA obbligatorie e volontarie, rappresenta un passo importante per lo sviluppo di un mercato europeo del controllo societario.

I punti salienti della direttiva riguardano: i) la disciplina dell'OPA obbligatoria e del prezzo al quale essa deve essere promossa; ii) il divieto per l'organo amministrativo della società bersaglio di adottare qualsiasi misura difensiva senza il consenso degli azionisti; iii) l'inefficacia, durante l'offerta o successivamente, di alcune misure che possono ostacolare l'assunzione e l'esercizio del controllo da parte dell'offerente; iv) la possibilità

per gli Stati membri di non applicare le disposizioni sub ii) e iii), consentendo tuttavia alle società di assoggettarvisi volontariamente; v) la previsione di diritti e obblighi di acquisto quando, in seguito a un'OPA, l'offerente detenga una partecipazione quasi totalitaria.

Nel marzo del 2004 il Consiglio e il Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo sul testo della direttiva sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza ai quali sono tenuti gli emittenti di valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. Obiettivo della disciplina è di armonizzare gli obblighi di informativa periodica e quelli concernenti la notifica delle partecipazioni rilevanti, modificando significativamente le norme comunitarie vigenti (direttiva CE 28 maggio 2001, n. 34).

La riforma della regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale

Nella riunione dell'11 maggio scorso il Comitato di Basilea ha concluso i lavori sulla revisione dell'Accordo sul capitale delle banche. Nel mese prossimo verrà pubblicato il testo della disciplina che costituirà, per le autorità, la base per la modifica delle normative nazionali e, per gli intermediari, il riferimento per adeguare processi e strutture aziendali.

La nuova disciplina, come previsto nel terzo documento di consultazione pubblicato nell'aprile del 2003, entrerà in vigore alla fine del mese di dicembre del 2006 (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002). Peraltro, per le banche che sceglieranno di applicare i metodi di calcolo più avanzati, il cui utilizzo richiederà maggiori risorse di natura tecnica e informativa, le regole saranno applicate dalla fine del 2007.

Rispetto a quanto indicato nel documento dell'aprile del 2003, sono state modificate le modalità di calcolo dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio di credito secondo il metodo basato sui rating interni, prevedendo che si tenga conto delle sole perdite inattese; quelle attese dovrebbero invece essere coperte dagli accantonamenti di bilancio.

Per incentivare le banche a effettuare accantonamenti adeguati e al fine di mantenere parità di condizioni concorrenziali tra banche e tra paesi, qualora gli accantonamenti effettuati risultino inferiori alla perdita attesa, è previsto che la differenza venga dedotta dal patrimonio; gli accantonamenti in eccesso rispetto alla perdita attesa verranno invece inclusi nel patrimonio entro una percentuale dell'attivo ponderato per il rischio. In tal modo, il capitale regolamentare risulta più coerente con quello economico derivante dall'allocazione del capitale da parte delle banche.

Particolare attenzione è stata dedicata ai problemi applicativi del nuovo Accordo, con riguardo al coordinamento fra autorità di diversi paesi, anche al fine di contenere gli oneri per i gruppi bancari con ampia articolazione internazionale.

L'applicazione della disciplina presuppone un elevato grado di convergenza dei criteri operativi e di cooperazione tra autorità, posto che le regole sui requisiti minimi di capitale (primo pilastro) e sul processo di controllo prudenziale (secondo pilastro) dovranno essere applicate sia su base consolidata sia alle filiazioni presenti in ciascun paese; sarà inoltre necessario un più stretto coordinamento riguardo all'informazione al pubblico da richiedere alle banche (terzo pilastro).

In ambito comunitario sono proseguiti i lavori di revisione della disciplina sull'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento, che terrà conto anche dei commenti forniti dagli operatori al documento di consultazione diffuso lo scorso luglio. La Commissione europea dovrebbe presentare al Parlamento e al Consiglio una proposta di direttiva entro l'estate.

La legislazione nazionale

Riforma del diritto societario. – Il decreto legislativo 6 febbraio 2004, n. 37, oltre a modifiche ai decreti legislativi (nn. 5 e 6 del 17 gennaio 2003) recanti la riforma del diritto societario, prevede alcuni interventi di coordinamento con la riforma medesima dei Testi unici bancario e della finanza (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002).

L'impostazione seguita risponde all'esigenza di consentire anche agli intermediari bancari e finanziari di utilizzare le opportunità offerte dal nuovo diritto societario, introducendo nel contempo taluni adattamenti volti a preservare le finalità di vigilanza e, in particolare, la sana e prudente gestione degli intermediari.

I principali interventi sui due Testi unici riguardano: la raccolta del risparmio da parte dei soggetti non bancari; gli assetti proprietari delle banche e degli intermediari finanziari e in valori mobiliari; i modelli di amministrazione e controllo.

La normativa sugli assetti proprietari delle banche e degli altri intermediari è stata modificata per preservare l'efficacia dei controlli nel nuovo contesto civilistico, caratterizzato da una più ampia autonomia delle società sia di emettere speciali categorie di

azioni, liberamente modulando i diritti patrimoniali e amministrativi, sia di assegnare, a fronte di conferimenti non imputabili al capitale, strumenti finanziari che danno diritto di partecipare alla gestione aziendale. È stata rimessa alla regolamentazione secondaria la definizione di partecipazione rilevante ai fini della disciplina (autorizzazioni, comunicazioni, requisiti di onorabilità), che in precedenza si incentrava soltanto sul valore percentuale delle azioni possedute nel capitale dell'intermediario. Sono stati altresì adeguati i rimedi civilistici e amministrativi attivabili nel caso di violazione delle norme in materia.

Con riferimento al governo societario, le modifiche ai testi unici mirano a salvaguardare l'efficacia dei controlli su profili essenziali per la sana e prudente gestione. È stato previsto che, anche nel caso di utilizzo dei modelli gestionali innovativi (dualistico e monistico), l'organo di controllo svolga la medesima funzione di raccordo con l'autorità di vigilanza attribuita nel modello tradizionale al collegio sindacale, incentrata sulla segnalazione delle irregolarità e delle violazioni normative rilevate.

Ulteriori interventi hanno riguardato i requisiti di indipendenza degli esponenti aziendali, il controllo contabile, le banche di credito cooperativo, le procedure di crisi e le sanzioni. Con riferimento alle BCC, il decreto di coordinamento ha precisato che, agli effetti fiscali, la qualificazione di cooperativa a mutualità prevalente ricorre quando i relativi statuti contengano le clausole mutualistiche di cui all'art. 2514 codice civile (limiti alla distribuzione di utili e alla remunerazione degli strumenti finanziari, divieto di distribuire le riserve) e siano rispettati i criteri di operatività prevalente con soci stabiliti dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 35 del Testo unico bancario.

Modifiche sono state altresì apportate alla disciplina degli emittenti contenuta nel Testo unico della finanza (organi di controllo delle società quotate, offerte pubbliche di acquisto).

Gli interventi sul quadro legislativo rendono necessaria un'ampia revisione della regolamentazione secondaria. Nel marzo del 2004 la Banca d'Italia ha emanato prime disposizioni in merito alle iniziative che le banche e le capogruppo di gruppi bancari dovranno assumere in conseguenza dell'entrata in vigore del nuovo diritto societario.

Le disposizioni riguardano le modifiche statutarie di adeguamento alle norme civilistiche. Tra queste ultime vengono individuate quelle inderogabili alle quali gli statuti dovranno uniformarsi entro il termine fissato dalla legge. Sono fornite indicazioni di vigilanza in merito alle modifiche connesse con le disposizioni civilistiche direttamente applicabili in assenza di espressa deroga statutaria; in particolare, viene richiamata l'opportunità di integrare gli statuti con clausole volte a escludere l'applicabilità delle ipotesi di recesso derogabili. Prime indicazioni riguardano l'introduzione negli statuti di previsioni facoltative consentite dalle nuove disposizioni del codice civile. Talune specifiche considerazioni vengono rivolte alle banche di credito cooperativo, in relazione all'esclusione delle medesime dalla riforma.

Sono state altresì fornite indicazioni di tipo prudenziale e segnaletico in ordine alla nuova disciplina in tema di: emissioni di obbligazioni e altri titoli di debito; gruppi societari; responsabilità dell'unico azionista; patrimoni destinati; requisiti di indipendenza degli esponenti aziendali.

Per gli aspetti più innovativi e complessi, concernenti in particolare i sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico nonché le nuove categorie di azioni e di strumenti finanziari, la nuova disciplina non si applica fino alla definizione delle norme regolamentari di attuazione, da emanare rispettivamente entro sei e nove mesi dalla data di pubblicazione del decreto (14 febbraio 2004).

Attuazione delle direttive CE 23 settembre 2002, n. 65, CE 16 dicembre 2002, n. 87, CE 28 gennaio 2003, n. 6. – La legge 31 ottobre 2003, n. 306 (legge comunitaria 2003), delega il Governo a emanare decreti legislativi per il recepimento delle direttive in materia di: commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori (direttiva 2002/65/CE); vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario (direttiva 2002/87/CE); abuso di informazioni privilegiate e manipolazioni del mercato (direttiva 2003/6/CE; cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002).

Disciplina delle fondazioni di origine bancaria. – Con il decreto legge 24 giugno 2003, n. 143, convertito, con modificazioni, nella legge 1° agosto 2003, n. 212, le fondazioni di origine bancaria con patrimonio netto contabile inferiore a 200 milioni di euro e quelle aventi sedi operative prevalentemente in regioni a statuto speciale sono state esonerate dall'obbligo di dismissione delle partecipazioni di controllo nelle società bancarie conferitarie, previsto dal decreto legislativo 17 maggio 1999, n. 153, e successive modificazioni; per le rimanenti fondazioni il termine per la dismissione è stato rinviato al 31 dicembre 2005.

La disciplina delle fondazioni bancarie ha formato oggetto di pronunce della Corte costituzionale (sentenze 24-29 settembre 2003, n. 300 e 24-29 settembre 2003, n. 301). Le conclusioni di maggiore rilievo della sentenza n. 301 riguardano: l'incostituzionalità della norma che richiede una prevalente rappresentanza degli enti territoriali nell'organo di indirizzo delle fondazioni; il riconoscimento della legittimità costituzionale della disposizione in materia di controllo congiunto delle fondazioni sulle banche solo nell'ipotesi in cui esso sia esercitato da una pluralità di fondazioni tra loro legate da appositi accordi.

Recepimento della seconda direttiva antiriciclaggio – In attuazione della delega conferita dalla legge 3 febbraio 2003, n. 14 (legge comunitaria per il 2002), con il decreto legislativo 20 febbraio 2004, n. 56, è stata recepita la direttiva CE 4 dicembre 2001, n. 97, in tema di prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività illecite (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sul 2001).

Il provvedimento estende l'applicazione della disciplina alle società di revisione e ad alcune categorie di liberi professionisti (ragionieri, revisori contabili, dottori commercialisti, notai e avvocati); aggiorna l'indicazione degli intermediari finanziari tenuti agli adempimenti antiriciclaggio per ricomprendervi gli istituti di moneta elettronica e i confidi; specifica gli obblighi relativi alla pubblica Amministrazione e alle società di gestione accentrata di strumenti finanziari, di gestione dei mercati e di gestione dei servizi di liquidazione e dei sistemi di compensazione e garanzia.

Sono apportate modifiche al regime sanzionatorio amministrativo relativamente alle fattispecie sanzionabili, all'ammontare delle sanzioni e alla procedura di irrogazione delle stesse. È previsto l'obbligo di procedere all'estinzione dei residui libretti di deposito al portatore con saldo superiore ai limiti di legge o alla riduzione del saldo entro il 31 gennaio 2005; la violazione di tale obbligo è punita con una sanzione amministrativa commisurata all'ammontare del saldo del libretto.

Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR). – Con il decreto legislativo 1° agosto 2003, n. 274 – emanato in esecuzione della delega contenuta nella legge comunitaria 2002 – sono state attuate le direttive CE 21 gennaio 2002, nn. 107 e 108, in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002).

Il decreto modifica alcune disposizioni del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo unico della finanza) per adeguarlo alla nuova disciplina comunitaria. Le principali innovazioni riguardano: una più ampia facoltà per le società di gestione del risparmio (SGR) di delegare proprie funzioni a soggetti terzi, secondo modalità che evitino tuttavia lo svuotamento della società e ferma restando la responsabilità per l'operato dei delegati; la possibilità per le società di gestione autorizzate in un paese membro dell'Unione europea di operare, in regime di mutuo riconoscimento, in altri paesi comunitari; l'individuazione dei servizi accessori (la consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari e la custodia e amministrazione di quote di fondi comuni di propria istituzione) esercitabili dalle SGR insieme con l'attività di gestione individuale di patrimoni; norme specifiche per le Sicav che designano, per la gestione del proprio patrimonio, una società di gestione.

Il decreto ha introdotto ulteriori modifiche del Testo unico della finanza in materia di gestione collettiva del risparmio al fine di accrescere la flessibilità operativa riconosciuta alle SGR e di abbreviare i tempi di accesso al mercato. I termini per l'approvazione dei regolamenti di gestione dei fondi sono stati ridotti da quattro a tre mesi; la Banca d'Italia, in base all'oggetto dell'investimento, alla categoria di investitori o alle regole di funzionamento del fondo, individua le ipotesi in cui i regolamenti di gestione si intendono approvati in via generale; alla banca depositaria può essere attribuito il compito di calcolare il valore della quota dei fondi comuni.

La legge 24 novembre 2003, n. 326, di conversione del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269 (Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici), ha modificato il regime tributario dei fondi immobiliari e dei fondi comuni che investono in società quotate di piccola e media capitalizzazione, rendendolo più incentivante; ha previsto l'istituzione dell'assemblea dei partecipanti dei fondi chiusi, disciplinandone i compiti e il funzionamento.

Il nuovo regime di tassazione dei fondi immobiliari – in precedenza assoggettati a un prelievo annuale dell'1 per cento del valore complessivo netto – prevede l'applicazione di una ritenuta del 12,5 per cento sull'ammontare dei proventi distribuiti nonché sulla differenza tra il valore di riscatto e il prezzo di sottoscrizione delle quote. Le nuove disposizioni applicano l'imposta sulla plusvalenza effettivamente realizzata dal partecipante e non, come previsto per la generalità dei fondi, sul patrimonio del fondo in base al risultato maturato nell'esercizio.

L'imposta sul risultato di gestione dei fondi – il cui regolamento preveda l'investimento di almeno i due terzi dell'attivo in azioni di società quotate nei mercati regolamentati dell'Unione europea con una capitalizzazione non superiore a 800 milioni di euro – è stata ridotta dal 12,5 al 5 per cento.

Con riguardo all'assemblea dei partecipanti ai fondi chiusi, le nuove disposizioni stabiliscono i quorum e le materie sulle quali essa può deliberare: la sostituzione della società di gestione, la richiesta di ammissione a quotazione delle quote del fondo, la modifica delle politiche di gestione e le altre materie individuate dal Ministro dell'Economia e delle finanze, con proprio regolamento.

Trasformazione della Cassa depositi e prestiti. – Con l'art. 5 della legge n. 326/03, la Cassa depositi e prestiti (Cassa DD.PP.) è stata trasformata in società per azioni e ne sono state disciplinate la struttura proprietaria, il governo societario e l'operatività. Per quanto concerne la vigilanza, la legge (comma 6 del citato articolo 5) stabilisce che si applicano alla Cassa le norme del Testo unico bancario per i soggetti operanti nel settore finanziario.

La Cassa DD.PP., oltre a proseguire l'attività di intermediazione già svolta, può ampliare l'operatività, finanziando le opere, gli impianti, le reti e le dotazioni destinati alla fornitura di servizi pubblici e alle bonifiche con fondi provenienti dall'emissione di titoli, dall'assunzione di finanziamenti e da altre operazioni finanziarie, senza garanzia dello Stato; è preclusa la raccolta di fondi a vista. Essa può effettuare la raccolta di fondi per il finanziamento di opere e servizi esclusivamente presso investitori istituzionali; inoltre, può destinare beni e rapporti giuridici al soddisfacimento dei diritti dei portatori di titoli da essa emessi e di altri soggetti finanziatori.

Confidi. – L'art. 13 della legge n. 326/03 disciplina l'attività di garanzia collettiva dei fidi, con la finalità di favorire l'accesso al credito

delle piccole e medie imprese attraverso il rafforzamento patrimoniale e la crescita dimensionale dei confidi. Le nuove norme definiscono le attività esercitabili e il funzionamento dei confidi, prevedendo la possibilità che assumano anche la forma di intermediari vigilati; riorganizzano il fondo di garanzia costituito presso il Mediocredito Centrale, conferendolo a una società per azioni a prevalente partecipazione pubblica; disciplinano i fondi di garanzia interconsortile, costituiti dai confidi.

I confidi devono iscriversi in una sezione speciale dell'elenco previsto dall'art. 106 del Testo unico bancario, tenuto dall'Ufficio italiano dei cambi. Essi possono svolgere esclusivamente l'attività di garanzia collettiva dei fidi e i servizi connessi e strumentali, nel rispetto delle riserve di attività previste dall'ordinamento.

La legge attribuisce al Ministro dell'Economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, il compito di determinare i criteri oggettivi, riferibili al volume di attività finanziaria e ai mezzi patrimoniali, in base ai quali sono individuati i confidi che devono chiedere l'iscrizione nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del Testo unico bancario. Ai confidi iscritti nell'elenco speciale sono riconosciute maggiori possibilità operative. In attesa dei provvedimenti ministeriali, la legge consente ai confidi che abbiano mezzi patrimoniali o un volume di attività finanziarie superiore a determinate soglie di chiedere l'iscrizione provvisoria nell'elenco speciale.

È, infine, previsto che i confidi possano esercitare l'attività bancaria in forma di cooperativa a responsabilità limitata, con il vincolo statutario che l'operatività sia orientata in via prevalente all'attività di garanzia collettiva dei fidi in favore dei propri soci. A tali banche si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del Testo unico bancario sulle banche di credito cooperativo; alla Banca d'Italia è demandato il compito di emanare le disposizioni di attuazione per tenere conto delle specificità operative di tali intermediari.

La normativa secondaria

Trasparenza delle condizioni contrattuali. – Nel luglio del 2003, in attuazione della delibera del CICR del 4 marzo 2003 – la proposta era stata formulata dalla Banca d'Italia nel gennaio del 2002 – sono state emanate disposizioni che, nell'aggiornare la previgente normativa, regolano compiutamente la materia della trasparenza delle condizioni contrattuali delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari.

La Banca d'Italia, ai sensi del Titolo VI del Testo unico bancario, ha emanato due provvedimenti, uno riguardante le banche, l'altro gli intermediari finanziari di cui agli articoli 106 e 107 del Testo unico bancario e gli istituti di moneta elettronica (IMEL). Un ulteriore specifico provvedimento della Banca d'Italia dell'agosto 2003 ha previsto l'applicazione all'attività di bancoposta, svolta da Poste Italiane spa, delle disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari.

Le disposizioni, ai sensi dell'art. 23, comma 4, del Testo unico della finanza, non si applicano ai servizi di investimento né al servizio accessorio di consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari (art. 1, comma 6, lett. f), del medesimo Testo unico).

La nuova regolamentazione, in vigore dal 1° ottobre, riguarda i diversi momenti del rapporto tra intermediario e cliente: la pubblicità preventiva delle condizioni, per consentire il confronto delle offerte dei vari operatori; l'effettiva conoscenza da parte del cliente delle clausole contrattuali predisposte dall'intermediario; la forma e il contenuto dei contratti; la rendicontazione periodica e finale del rapporto.

È stata modificata la disciplina degli strumenti di pubblicità, introducendo un avviso denominato "principali norme di trasparenza", volto a rendere il cliente più consapevole dei diritti e degli strumenti di tutela che l'ordinamento gli riconosce. Nuove previsioni hanno riguardato i "fogli informativi", al fine di elevare la qualità e la comprensibilità delle informazioni relative sui prodotti e i servizi offerti.

Sono state emanate nuove regole di trasparenza per le fasi precontrattuale e contrattuale, al fine di favorire la valutazione da parte del cliente degli impegni derivanti dal contratto stesso. Il cliente, prima della firma, potrà ottenere una copia del contratto completo in ogni sua parte. Al contratto verrà unito un "documento di sintesi" recante le principali condizioni applicate, che dovrà essere costantemente aggiornato.

Per determinate categorie di operazioni è prescritto un indicatore sintetico di costo (ISC), comprensivo di tutti gli oneri a carico del cliente, in analogia al TAEG, in vigore per il credito al consumo.

Al fine di consentire alla clientela una scelta consapevole è stato previsto per le banche, per la vendita di prodotti complessi e per la sottoscrizione di titoli strutturati di propria emissione, l'obbligo di preventiva consegna del foglio informativo; inoltre, sono stati regolati gli adempimenti di trasparenza nel caso di "offerta fuori sede" e di utilizzo di tecniche di comunicazione a distanza.

Sono stati ridefiniti i flussi informativi destinati alla clientela sia per quanto riguarda l'aggiornamento costante sullo stato del rapporto e delle condizioni praticate, sia relativamente alla comunicazione delle variazioni contrattuali sfavorevoli.

Partecipazioni delle banche e dei gruppi bancari. – Nel mese di agosto del 2003 è stata modificata la disciplina delle comunicazioni da effettuare alla Banca d'Italia in relazione all'acquisizione da parte di banche e gruppi bancari di partecipazioni non finanziarie per recupero crediti o in imprese in temporanea difficoltà finanziaria.

Le banche e le capogruppo di gruppi bancari non hanno obblighi di informativa preventiva alla Banca d'Italia, ma devono inviare una comunicazione, successiva all'approvazione delle iniziative, in cui sia dichiarato il rispetto delle condizioni previste dalla normativa di vigilanza e vengano riportati gli elementi dell'operazione necessari a valutarne i riflessi sugli equilibri tecnici delle banche acquirenti.

Trasformazione delle scadenze. – Con provvedimento emanato nel mese di dicembre del 2003 sono state modificate le Istruzioni di vigilanza in materia di trasformazione delle scadenze.

La disciplina si applicherà, per i gruppi bancari, solo a livello consolidato, divenendo neutrale rispetto alle scelte organizzative degli intermediari e agevolando la gestione integrata dei rischi finanziari a livello di gruppo.

In relazione alle aumentate capacità di gestione dei flussi finanziari da parte degli intermediari e per semplificare la disciplina, sono stati ampliati i margini per l'operatività oltre il breve termine, anche allo scopo di favorire il finanziamento degli investimenti.

La disciplina si articola ora su due regole. La prima, rimasta invariata, stabilisce che gli investimenti in immobili e partecipazioni siano contenuti entro il limite del patrimonio. La seconda prevede che le attività a lungo termine e una quota pari al 50 per cento di quelle a medio termine possano essere finanziate con: le disponibilità di patrimonio libero e di fondi permanenti; le passività a lungo termine; una quota pari al 50 per cento delle passività a medio termine; una quota pari al 25 per cento delle passività a breve e delle passività interbancarie con durata prefissata.

Patrimonio di pertinenza di terzi. – Nel mese di gennaio del 2004 sono state emanate disposizioni che limitano la computabilità a fini di vigilanza delle quote di patrimonio di pertinenza dei soci di minoranza delle società strumentali facenti parte dei gruppi bancari (cosiddetti "interessi di minoranza").

Gli "interessi di minoranza" relativi alle società strumentali possono essere inclusi nel patrimonio di vigilanza consolidato solo per la parte necessaria a soddisfare il requisito patrimoniale relativo a ciascuna società. In presenza di specifiche clausole volte a rendere temporaneo e meno rischioso l'investimento dell'azionista di minoranza, il relativo apporto non è computabile nel patrimonio di vigilanza consolidato, essendo assimilabile a uno strumento di debito piuttosto che di capitale.

Requisiti organizzativi per operare in comparti innovativi – Con delibera del 23 marzo 2004, il CICR ha modificato, su proposta della Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 53, comma 1, del Testo unico bancario, la delibera del 2 agosto 1996 in materia di organizzazione amministrativa e contabile e di controlli interni delle banche.

In particolare è stato previsto che, con riferimento all'attività svolta in settori operativi connotati da un elevato grado di complessità e innovazione (quale, ad esempio, quello dei contratti derivati su crediti), la Banca d'Italia emani disposizioni per definire le condizioni minime per operare nel

comparto, con specifico riguardo ai requisiti di natura organizzativa e alle metodologie di valutazione dei profili di rischio.

L'attività di bancoposta. – In attuazione del decreto del Presidente della Repubblica 14 marzo 2001, n. 144 (Regolamento recante norme sui servizi di bancoposta, emanato ai sensi dell'art. 40 della legge 23 dicembre 1998, n. 448), con provvedimento dell'aprile del 2004 sono state stabilite le disposizioni di vigilanza applicabili a Poste Italiane spa riguardanti le attività di bancoposta.

Al nuovo soggetto – non iscritto all'albo delle banche – si applica la normativa di vigilanza prevista per queste ultime, tenuto conto delle peculiari caratteristiche di tale istituzione. Ulteriori interventi normativi riguarderanno gli istituti di vigilanza prudenziale una volta che esso sarà dotato di un patrimonio autonomo, che consenta la completa applicazione di tali istituti.

Requisiti patrimoniali a fronte del rischio di controparte. – Con provvedimenti del maggio 2003 – in relazione all'avvio in alcuni mercati regolamentati della funzione di controparte centrale per le negoziazioni di strumenti finanziari da parte della Cassa di compensazione e garanzia (cfr. la sezione G: La supervisione sui mercati) – è stato consentito alle banche e alle SIM di escludere dal calcolo del requisito patrimoniale per il rischio di controparte le operazioni di negoziazione a pronti, non ancora regolate, effettuate in mercati nei quali operano meccanismi di garanzia basati sulla costituzione di margini giornalieri.

Bilancio di esercizio. – Al fine di scoraggiare dilazioni nei tempi di approvazione del bilancio, non opportune sul piano di vigilanza, con provvedimento del dicembre del 2003 è stato previsto che le SIM, le SGR e gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale che intendono approvare il bilancio di esercizio oltre il termine ordinario di quattro mesi devono informarne preventivamente la Banca d'Italia, precisandone le ragioni.

Società di intermediazione mobiliare (SIM). – Con provvedimento dell'ottobre del 2003 è stato definito il trattamento a fini prudenziali delle linee di credito accordate dalle SIM ai propri clienti, nell'ambito dell'attività di negoziazione per conto terzi di strumenti finanziari: i finanziamenti revocabili in qualunque momento sono assimilati a impegni con rischio basso (fattore di conversione dello 0 per cento), quelli irrevocabili sono trattati come impegni a rischio pieno (fattore del 100 per cento).

Società di gestione del risparmio e OICR di diritto italiano. – Con provvedimento dell'agosto del 2003 è stato completato il quadro delle disposizioni di attuazione della disciplina dei fondi comuni di investimento chiusi contenuta nella legge 23 novembre 2001, n. 410 (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002). È stato previsto che il regolamento di gestione dei fondi immobiliari indichi le forme di pubblicità delle operazioni effettuate dai fondi nonché i criteri e i processi di valutazione utilizzati per determinare il valore delle quote in occasione di nuove emissioni o di rimborsi; sono stati inoltre fissati in termini restrittivi i limiti di investimento del patrimonio dei fondi immobiliari nelle società che svolgono attività di costruzione.

Nei mesi di settembre e ottobre del 2003 sono stati emanati due provvedimenti in materia di SGR e di OICR speculativi, che offrono più ampi spazi di flessibilità agli operatori del settore.

*È stata ritenuta compatibile con le vigenti disposizioni in materia di deposito e subdeposito dei beni del fondo la custodia delle quote di hedge fund esteri (per le quali non è prevista l'emissione dei relativi certificati) attraverso l'intestazione, nel registro tenuto dall'*administrator, *alla società di gestione o alla banca depositaria del fondo. Tali modalità di deposito non devono comunque impedire alla banca depositaria di esercitare i controlli a essa attribuiti sull'operatività del fondo.*

È stata inoltre riconosciuta la possibilità per le SGR di fondi speculativi di gestire patrimoni di investitori istituzionali, con tecniche analoghe a quelle utilizzate per l'investimento dei fondi speculativi, e di prestare, come attività connessa, la consulenza nel settore degli organismi di investimento speculativi.

Con provvedimento del luglio del 2003 sono state definite segnalazioni di vigilanza semplificate per le SGR che svolgono esclusivamente l'attività di gestione di fondi chiusi mobiliari riservati a investitori qualificati e per i relativi fondi. Le nuove segnalazioni sono entrate in vigore nel dicembre 2003.

Intermediari finanziari. – Con due decreti del Ministro dell'Economia e delle finanze del 14 novembre 2003, sono state modificate le disposizioni in materia di intermediari finanziari, al fine di consentire uno scrutinio tecnico-organizzativo degli stessi in sede di iscrizione nell'elenco speciale e di accrescere l'affidabilità degli intermediari che operano nel settore del rilascio delle garanzie. Nel dicembre del 2003 la Banca d'Italia ha emanato le disposizioni attuative delle norme ministeriali.

Le nuove disposizioni stabiliscono che la Banca d'Italia nega l'iscrizione nel caso in cui il sistema informativo-contabile, i metodi di misurazione e gestione del rischio e le strutture di controllo interno di cui dispone l'intermediario non siano adeguati. In tali casi, se

la domanda di iscrizione è motivata dal tipo di attività esercitata, l'intermediario è tenuto a modificare l'oggetto sociale o a deliberare la liquidazione volontaria della società; quando invece la richiesta dipende dal superamento delle soglie quantitative previste dalle disposizioni vigenti, il soggetto deve riportare la propria operatività al di sotto delle citate soglie.

Sono stati previsti requisiti patrimoniali specifici per gli intermediari finanziari (iscritti nell'elenco generale o in quello speciale) che possono svolgere, in base alle previsioni dei rispettivi statuti, l'attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico nella forma del rilascio di garanzie. Il capitale sociale versato, non inferiore a un milione di euro, deve essere investito in attività liquide; la dotazione patrimoniale non deve essere inferiore a 2,5 milioni di euro.

Con provvedimento del novembre del 2003 sono state accorpate le disposizioni in materia di società per la cartolarizzazione (SPV) e di *servicers* ed è stato definito il contenuto del programma di attività che tali società devono allegare alla domanda di iscrizione nell'elenco speciale (ad esempio, caratteristiche e importi dei crediti da acquistare e dei titoli da emettere, funzioni aziendali che la società intende delegare a soggetti terzi, indicazione del cedente e del *servicer*).

Nel gennaio del 2004 sono state aggiornate le segnalazioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, per tenere conto dell'evoluzione delle modalità operative del settore e dell'ampliamento del tipo di attività che possono essere svolte, quale ad esempio quella di *servicing* nelle operazioni di cartolarizzazione.

Istituti di moneta elettronica (Imel). – Nel marzo del 2004 sono state emanate le Istruzioni di vigilanza per gli Imel, che definiscono le caratteristiche di tali intermediari e della moneta elettronica, nonché la disciplina relativa al rilascio dell'autorizzazione e le norme di carattere prudenziale (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2002).

Per ottenere l'autorizzazione, gli Imel devono avere un capitale minimo iniziale di un milione di euro nonché presentare un programma di attività e una relazione sulla struttura organizzativa, che illustrino il processo di emissione della moneta elettronica e la riconversione in moneta legale.

Gli aspetti principali del regime prudenziale sono: il patrimonio di vigilanza deve essere almeno pari al 2 per cento dell'importo delle passività relative alla moneta elettronica in circolazione; gli importi ricevuti a fronte della moneta elettronica in circolazione devono essere investiti esclusivamente in attività prontamente liquidabili; il valore delle attività deve essere in ogni momento almeno pari a quello della moneta elettronica in circolazione; gli investimenti in immobili e partecipazioni devono essere contenuti nel 50 per cento del patrimonio di vigilanza. È stata definita una disciplina semplificata per gli Imel a operatività limitata, che non possono operare in altri paesi comunitari in base al principio del mutuo riconoscimento.

STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO

Alla fine del 2003 nel sistema finanziario italiano operavano 788 banche e altri 644 intermediari vigilati (SGR, SIM, società finanziarie; tav. E1); amministravano attività finanziarie – incluse quelle in custodia e in gestione – rispettivamente per 1.630 e 650 miliardi di euro e avevano erogato finanziamenti rispettivamente per 1.360 e 390 miliardi di euro. Le banche e gli altri intermediari vigilati avevano, rispettivamente, 337.900 e 22.800 dipendenti.

Tav. E1

STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO

Tipo intermediario	31 dicembre 2002			31 dicembre 2003		
	Intermediari	Sportelli operativi		Intermediari	Sportelli operativi	
		Italia	Estero		Italia	Estero
Banche	**814**	**29.926**	**88**	**788**	**30.502**	**75**
di cui: *banche S.p.A*	*253*	*22.924*	*81*	*244*	*23.617*	*71*
banche popolari	*40*	*3.704*	*7*	*38*	*3.471*	*4*
banche di credito cooperativo	*461*	*3.192*	–	*445*	*3.323*	–
succursali di banche estere	*60*	*106*	–	*61*	*91*	–
Società di intermediazione mobiliare	**158**	–	–	**132**	–	–
Società di gestione del risparmio e Sicav	**142**	–	–	**153**	–	–
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 106 del Testo unico bancario	**1.459**	–	–	**1.494**	–	–
di cui: *iscritte nell'elenco speciale ex art. 107 del Testo unico bancario*	*316*	–	–	*359*	–	–

Nell'anno le banche sono diminuite di 26 unità, mentre sono aumentate le società di gestione del risparmio e quelle finanziarie; si è ulteriormente ridotto il numero delle società di intermediazione mobiliare, passato da 158 a 132 unità.

I gruppi bancari erano 82 e includevano 225 banche italiane, 101 tra SGR e SIM e 240 società finanziarie italiane; dei gruppi facevano parte anche 80 banche e 239 altri intermediari finanziari esteri. Le società strumentali appartenenti ai gruppi erano 178, di cui 35 estere (tav. aE1).

Le banche e i gruppi bancari

Nel corso del 2003 la riorganizzazione del sistema bancario ha riguardato principalmente la definizione delle strutture operative dopo l'intensa fase delle aggregazioni realizzate dalla seconda metà degli anni novanta.

I grandi gruppi hanno intensificato i processi di integrazione dei sistemi informativi e delle procedure aziendali, avviati in seguito alle acquisizioni. Sono state semplificate le articolazioni societarie e razionalizzati i canali commerciali, sportelli e reti di promotori.

Il gruppo Unicredito ha accentrato in un unico intermediario i promotori finanziari, appartenenti a diverse società controllate; anche il Sanpaolo-IMI ha realizzato un'analoga operazione. Alcuni gruppi bancari hanno ceduto reti di promotori o banche specializzate nell'attività di collocamento a imprese di assicurazione o a banche appartenenti a gruppi del settore.

I gruppi di media dimensione formatisi negli anni passati stanno definendo modelli organizzativi più rispondenti alle nuove configurazioni realizzate. Gli interventi di ristrutturazione sono finalizzati ad accrescere l'efficacia del governo del gruppo e ad aumentare l'efficienza dei processi produttivi.

Nel 2003 sono state realizzate 10 fusioni infragruppo; tra queste figurano le operazioni condotte nell'ambito del piano di ristrutturazione del gruppo Banca Popolare di Lodi.

Gli interventi sulle strutture organizzative sono stati accompagnati da una riduzione del numero dei dipendenti. Soprattutto i grandi gruppi hanno intensificato il ricorso agli incentivi per la risoluzione anticipata del rapporto di lavoro, secondo indirizzi stabiliti negli anni recenti (cfr. il capitolo: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Le operazioni di fusione e acquisizione perfezionate nell'anno sono state 26 e hanno riguardato banche rappresentative dell'1,7 per cento dei fondi intermediati dal sistema (tav. E2). Particolare rilievo assume l'aggregazione tra i gruppi Banca Popolare Commercio e Industria e Banca Popolare di Bergamo – Credito Varesino, che ha dato ulteriore impulso al processo di ristrutturazione all'interno della categoria delle banche popolari.

La fusione ha dato luogo a Banche Popolari Unite, settimo gruppo bancario in termini di attività complessive. Il piano aziendale prevede l'accentramento presso la società capogruppo, quotata in borsa, dei comparti finanza e tesoreria nonché di quelli di supporto operativo; le entità controllate sono configurate come banche reti o società prodotto.

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	di cui: BCC	Fondi intermediati (2)	di cui: BCC	Numero di operazioni	Fondi intermediati (2)
1994	994	643	42	25	1,59	0,05	10	1,90
1995	970	619	47	28	1,54	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	562	27	18	2,65	0,08	23	11,02
1999	876	531	36	23	0,39	0,06	28	14,35
2000	841	499	33	22	1,50	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	19	14	0,19	0,05	7	1,47
Totale (3)	–	–	**314**	**204**	**9,21**	**0,52**	**169**	**35,51**

(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, le operazioni infragruppo e quelle con le sezioni di credito speciale. 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 1993 delle banche acquistate, fuse o incorporate nel periodo 1994-2003 ai fondi intermediati rilevati alla stessa data.

La quota delle attività complessive facente capo ai cinque gruppi di più ampie dimensioni, pari al 51 per cento, si è lievemente ridotta rispetto all'anno precedente; contemporaneamente si è rafforzata la posizione di mercato delle banche di minore dimensione, anche grazie all'apertura di nuove dipendenze in aree nelle quali esse non erano presenti (cfr. il capitolo: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Nel corso del 2003 la rete territoriale delle banche piccole e minori è aumentata di 398 dipendenze, un incremento pari al 70 per cento di quello registrato dall'intero sistema; la rete degli sportelli delle sole banche di credito cooperativo è aumentata di 131 unità, pari al 23 per cento del totale.

Si è ridotto a 19 il numero delle banche e dei gruppi il cui capitale è detenuto per oltre il 50 per cento dalle fondazioni; a essi fa capo una quota del 9 per cento dei fondi intermediati. La partecipazione al capitale di altre banche è molto differenziata. In particolare, nel capitale dei primi 5 gruppi bancari sono presenti quattordici fondazioni; in nove casi la partecipazione è superiore al 5 per cento.

L'accesso al mercato nazionale e la presenza all'estero. – Nel 2003 hanno avviato l'attività 17 banche (23 nel 2002), di cui 5 derivanti dalla trasformazione di SIM o di società finanziarie e 5 succursali di banche estere. Sono stati rilasciati 18 provvedimenti di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria (19 nel 2002).

Sono state autorizzate 17 società per azioni e una banca di credito cooperativo. In 6 casi si è trattato dell'effettiva costituzione di nuovi operatori; negli altri 6 la banca è derivata dalla trasformazione di un intermediario finanziario preesistente; 6 intermediari sono stati costituiti nell'ambito della ristrutturazione di gruppi bancari. Tra le banche autorizzate rientrano due filiazioni di banche estere di nuova costituzione; un'altra nuova banca è controllata da un partner estero insieme ad azionisti italiani.

Nel 2003 è rimasto invariato a 23 il numero dei gruppi bancari italiani presenti all'estero. Il numero delle filiali estere si è ridotto da 88 a 75, quello delle filiazioni da 87 a 80; le filiazioni e le succursali situate in paesi extracomunitari sono rispettivamente 50 e 42 (54 e 47 nel 2002; tavv. E3 e aE2).

Tav. E3

BANCHE INCLUSE NEI GRUPPI E SPORTELLI OPERATIVI

Tipo capogruppo	31 dicembre 2002				31 dicembre 2003			
	Gruppi	Banche (1)	Sportelli		Gruppi	Banche (1)	Sportelli	
			Italia	Estero			Italia	Estero
Banche S.p.A	48	132	18.334	76	49	135	18.434	63
Banche popolari	18	77	6.360	10	18	67	6.663	10
di cui: *banche controllate S.p.A.*	–	*59*	*3.089*	*3*	–	*49*	*3.580*	*4*
Banche di credito cooperativo	8	8	220	–	10	10	260	–
Finanziarie di partecipazione	4	14	733	2	5	13	760	2
Totale...	**78**	**231**	**25.647**	**88**	**82**	**225**	**26.117**	**75**

(1) Numero delle componenti bancarie comprensivo delle capogruppo bancarie.

Nei centri finanziari offshore i gruppi bancari italiani sono presenti con 19 filiali e 5 filiazioni (rispettivamente 21 e 5 nel 2002), alle quali fanno capo attività per 11 miliardi di euro, pari allo 0,6 per cento dell'attivo del sistema.

Il processo di razionalizzazione della rete estera è stato incentrato, come negli anni recenti, sulla dismissione di partecipazioni divenute non più strategiche, quali quelle in società presenti in America latina, e sulla

progressiva rimozione delle sovrapposizioni tra dipendenze facenti capo a banche dello stesso gruppo.

Nel complesso la quota delle attività riconducibili alle unità estere si è ridotta dal 12 al 9 per cento sul totale degli attivi consolidati, in larga misura per effetto dell'apprezzamento dell'euro registrato nel corso del 2003 (cfr. il capitolo: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Si è consolidata la presenza dei principali gruppi bancari nazionali nei paesi dell'Europa orientale. Al fine di conseguire recuperi di efficienza e di rafforzare l'attività di controllo e di indirizzo delle filiazioni, sono stati avviati interventi di riorganizzazione riguardanti soprattutto i sistemi informativi nonché le procedure di controllo e di gestione dei rischi.

Crescente attenzione viene dedicata dalle banche italiane alle prospettive di sviluppo dei mercati turco, russo e cinese. Il progressivo interesse per la Cina si è tradotto nel rafforzamento degli uffici di rappresentanza e nella trasformazione di alcuni di essi in filiali a piena operatività.

L'attività delle banche italiane in Cina è prevalentemente orientata al sostegno delle imprese italiane. I nuovi insediamenti sono stati costituiti soprattutto a Shangai, che ha assunto un ruolo di riferimento nell'erogazione di servizi bancari anche a seguito dello sviluppo economico dell'area geografica circostante. A Pechino sono insediati uffici di rappresentanza per le relazioni con le autorità governative, mentre la presenza consolidata sulla piazza di Hong Kong è volta soprattutto a coprire le esigenze di finanza internazionale.

In Italia sono insediate 61 banche estere (49 comunitarie) che operano con 91 sportelli (15 in meno rispetto all'anno precedente). Le filiazioni italiane di gruppi esteri sono 16, di cui 10 facenti capo a gruppi comunitari. Il volume delle attività riconducibili a filiali e filiazioni di banche estere è rimasto stabile al 7 per cento in rapporto a quelle complessive delle unità operanti in Italia; quote più elevate sono detenute dai gruppi esteri in alcuni comparti specifici, quali le transazioni in titoli sui mercati regolamentati e i servizi alle imprese.

I canali distributivi. – Alla fine del 2003 gli sportelli erano pari a 30.502, 576 unità in più rispetto all'anno precedente; in particolare, sono aumentate in misura maggiore le dipendenze con un contenuto numero di addetti (non superiore a 5), la cui quota ha raggiunto il 55 per cento.

Sono stati effettuati 195 trasferimenti, 350 chiusure e 178 cessioni di sportelli (rispettivamente 209, 105 e 46 nel 2002).

Sono stati realizzati trasferimenti infragruppo di circa 2.200 sportelli, gran parte dei quali riconducibili alla riorganizzazione della rete dei gruppi San Paolo-IMI, Monte dei Paschi di Siena e Banche Popolari Unite.

È diminuito del 6 per cento, a circa 34.600 unità, il numero dei promotori finanziari utilizzati da banche; il 16 per cento di essi ha un rapporto di lavoro dipendente (14 per cento nel 2002), mentre la rimanente quota opera sulla base di un contratto di mandato o di agenzia. I promotori finanziari facenti capo a SIM inserite in gruppi bancari sono circa 6.200. Alla fine del 2003 i negozi finanziari erano circa 2.200 e facevano capo essenzialmente a cinque intermediari (Banca Mediolanum, Banca Reale, Unicredit Xelion Banca, Finecogroup e Banca 121 Promozione Finanziaria).

Si è ulteriormente diffuso l'utilizzo delle tecnologie telematiche nella distribuzione dei servizi. Prosegue al contempo il processo di integrazione tra i diversi canali di collocamento volto a favorire la gestione unitaria dei rapporti con la clientela e a coglierne i vantaggi in termini di strategia commerciale e di controllo dei rischi.

Negli ultimi due anni non sono state costituite banche per il collocamento di prodotti attraverso l'utilizzo esclusivo dei canali telematici. Tale cambiamento di strategia ha risentito, oltre che degli esiti di precedenti iniziative, dell'andamento negativo dei mercati finanziari che ha limitato l'espansione di alcune linee di prodotto, quali il *trading on line*.

Le banche che offrono alla clientela servizi di tipo dispositivo attraverso il canale telefonico sono 90, alle quali si rivolgono circa 4,6 milioni di clienti (rispettivamente 80 banche e 3,2 milioni nell'anno precedente).

Alla fine dell'anno gli ATM e i POS hanno raggiunto, rispettivamente, 37.000 e 895.000 unità. Le banche che consentono di effettuare operazioni mediante collegamenti telematici diretti sono 396; le imprese che usufruiscono di tale servizio sono 290.000 (440.000 nel 2002). Le banche che offrono la possibilità di operare attraverso internet sono 533: i servizi di tipo dispositivo sono stati utilizzati da 4,4 milioni di clienti (3,3 milioni alla fine del 2002) e quelli di tipo informativo da un milione di clienti (750 mila nel 2002).

I rapporti tra banche e assicurazioni. – Alla fine del 2003 le banche italiane detenevano partecipazioni in 32 società di brokeraggio e in 68 società di assicurazione italiane; di queste ultime, quelle attive nel solo ramo vita erano 33, di cui 18 controllate da banche. Risultavano inoltre partecipate da banche nazionali 19 tra compagnie di assicurazione e broker esteri.

Alla stessa data, i gruppi assicurativi detenevano partecipazioni in 34 banche italiane; 5 di questi – di cui 2 comunitari – partecipavano al capitale

sociale dei primi 6 gruppi bancari nazionali. Le interessenze di controllo riguardavano 9 banche di piccola dimensione.

Le società di gestione del risparmio

Nel corso del 2003 il numero delle SGR è aumentato di 11 unità, per effetto di 17 iscrizioni e 6 cancellazioni; alla fine dell'anno risultavano iscritte nei rispettivi albi 150 SGR e 3 Sicav (tav. E4).

Sotto il profilo della specializzazione, il sistema delle SGR risulta ripartito in due comparti: 81 intermediari che operano quasi esclusivamente nella gestione di fondi aperti mobiliari, 72 SGR che sono specializzate in fondi chiusi e speculativi.

Tav. E4

SOCIETÀ DI GESTIONE DEL RISPARMIO E SOCIETÀ DI INVESTIMENTO A CAPITALE VARIABILE

Società	31 dicembre 2002		31 dicembre 2003	
	Totale	di cui: di emanazione bancaria (1)	Totale	di cui: di emanazione bancaria (1)
Società di gestione del risparmio (2)	**142**	**88**	**153**	**93**
di cui specializzate in:				
fondi aperti	*73*	*44*	*71*	*46*
fondi chiusi mobiliari	*22*	*14*	*32*	*17*
fondi chiusi immobiliari	*8*	*6*	*11*	*6*
fondi aperti e fondi chiusi	*13*	*9*	*10*	*6*
fondi speculativi	*26*	*15*	*29*	*18*
Per memoria:				
SGR che prestano il servizio di gestione individuale	63	43	63	43
SGR che gestiscono OICR di altrui istituzione	15	10	16	12
SGR che hanno istituito fondi pensione aperti	15	12	16	13
Società di gestione e Sicav di diritto estero (3)	**250**		**274**	
di cui: *Sicav*	*175*		*195*	

(1) Società il cui capitale è posseduto da banche in misura superiore al 50 per cento. – (2) I dati comprendono anche le Sicav di diritto italiano. – (3) Società che offrono al pubblico in Italia le loro parti ai sensi dell'art. 42 del D.lgs. 58/98.

Tra le SGR autorizzate nel corso del 2003, 11 delle quali intendono svolgere attività di private equity*, 4 sono emanazione di banche italiane, 8 di privati e 3 di gruppi esteri; a queste si aggiungono le prime 2 società promosse da università e centri di ricerca scientifica per lo sviluppo di iniziative imprenditoriali ad alto contenuto tecnologico, ai sensi del provvedimento della Banca d'Italia del luglio del 2001. Le SGR cancellate sono state incorporate in altre SGR del gruppo di appartenenza (3) o si sono trasformate in sub-holding di partecipazioni, in SIM o in banca.*

Alla fine dell'anno i patrimoni gestiti in Italia in forma collettiva ammontavano complessivamente a 555,8 miliardi di euro, dei quali 490 amministrati da operatori di matrice nazionale anche attraverso società di gestione insediate all'estero. Il saldo complessivo della raccolta effettuata nel 2003 da tutti i fondi armonizzati nazionali ed esteri gestiti da intermediari italiani è stato positivo per circa 22 miliardi di euro (a fronte di un saldo negativo di 8,2 miliardi nel 2002).

OICR di diritto italiano. – Nel 2003 sono stati istituiti 133 nuovi fondi comuni di investimento, in prevalenza non armonizzati (93). Sono state rilasciate 195 approvazioni di regolamenti (252 nel 2002), tenuto conto anche delle modifiche apportate a quelli già esistenti, e autorizzate 12 operazioni di fusione di 53 fondi con altri organismi della specie. Il numero complessivo degli OICR di diritto italiano ha raggiunto alla fine dell'anno 1.556 unità (13 in più rispetto a un anno prima; tav. E5).

Il patrimonio dei fondi aperti, inclusi quelli non armonizzati diversi dai fondi di fondi, ammontava alla fine dell'anno a 384,3 miliardi di euro, in larga prevalenza (372,6 miliardi) riferibili a società appartenenti a gruppi bancari e assicurativi. Dopo due anni di risultati non favorevoli, nel 2003 i fondi aperti hanno registrato una raccolta netta e un risultato di gestione positivi, rispettivamente per 6,5 e per 12 miliardi di euro, determinando un incremento del patrimonio netto del 5 per cento rispetto all'anno precedente (cfr. il capitolo della sezione D: *Gli investitori istituzionali*). Il patrimonio dei fondi di fondi ha raggiunto 7,8 miliardi.

Il protrarsi delle condizioni di incertezza sui mercati finanziari ha determinato negli ultimi anni mutamenti nelle preferenze dei risparmiatori a favore dei prodotti connotati da un più basso profilo di rischio. Tale processo, unitamente al ribasso delle quotazioni dei mercati azionari, ha determinato un sensibile incremento della dimensione media dei fondi monetari e una decisa contrazione di quella dei fondi azionari e misti. L'operatività principale delle SGR, anche nei casi in cui offrono un'ampia gamma di fondi, si concentra su alcuni prodotti: le 12 società che gestiscono almeno 30 fondi aperti armonizzati sviluppano il 50 per cento dei volumi amministrati con i tre fondi maggiori, tra i quali rientra di norma un fondo monetario.

Nell'anno in esame è proseguita la crescita dei fondi speculativi, che hanno superato le 100 unità e i 5,8 miliardi di euro di patrimonio gestito. Si tratta in prevalenza (5,4 miliardi) di fondi che investono in hedge fund gestiti da manager domiciliati prevalentemente negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e in Svizzera; le SGR controllano il rischio degli investimenti attraverso analisi sia qualitative sia quantitative dei fondi nei quali investono e attraverso un'ampia diversificazione dei portafogli. Risulta ancora conte-

nuto l'ammontare dei fondi speculativi che attuano direttamente strategie di investimento volte a realizzare rendimenti non correlati con l'andamento dei mercati.

Tav. E5

ORGANISMI DI INVESTIMENTO COLLETTIVO DEL RISPARMIO

OICR	31 dicembre 2002	31 dicembre 2003
OICR di diritto italiano: totale (1)	**1.543**	**1.556**
di cui:		
Fondi aperti armonizzati e Sicav	**1.201**	**1.142**
di cui: *azionari*	*609*	*548*
obbligazionari e monetari	*479*	*435*
altre specializzazioni	*113*	*159*
Fondi aperti non armonizzati	**218**	**233**
di cui: *fondi di fondi non riservati*	*179*	*187*
fondi di fondi riservati a investitori qualificati	*8*	*8*
altri fondi non armonizzati non riservati	*1*	*1*
altri fondi non armonizzati riservati	*30*	*37*
Fondi chiusi	**61**	**76**
di cui: *fondi mobiliari non riservati*	*15*	*16*
fondi mobiliari riservati a investitori qualificati	*26*	*35*
fondi immobiliari non riservati	*16*	*18*
fondi immobiliari riservati a investitori qualificati	*4*	*7*
Fondi speculativi	**63**	**105**
di cui: *fondi di fondi*	*53*	*90*
Fondi/comparti di diritto estero commercializzati in Italia	**3.051**	**3.178**

(1) Sono considerati individualmente i singoli comparti.

Nell'anno sono stati istituiti 11 fondi chiusi mobiliari (di cui 10 riservati a investitori qualificati) e 5 fondi chiusi immobiliari (3 riservati), 2 dei quali costituiti anche con l'apporto di beni immobili da parte di soggetti privati, ai sensi delle disposizioni introdotte dal decreto ministeriale 31 gennaio 2003, n. 47. Complessivamente, i 53 fondi chiusi operativi amministravano alla fine del 2003 risorse pari a 1,5 e 4,4 miliardi di euro rispettivamente per i fondi mobiliari e per quelli immobiliari. Le quote di 18 fondi chiusi, di cui 11 immobiliari, sono negoziate alla Borsa italiana.

Il primo fondo chiuso immobiliare ad apporto privato di dimensioni rilevanti è stato costituito con il conferimento di un patrimonio immobiliare valutato oltre 900 milioni di euro e l'accollo da parte del fondo di debiti pari al 60 per cento di tale patrimonio; il collocamento delle quote presso il pubblico e la loro quotazione in Borsa sono avvenuti nei primi mesi del 2004; l'ente conferente si è impegnato a detenere per due anni il 10 per cento delle quote.

I fondi chiusi riservati a investitori qualificati vengono di norma sottoscritti in due tempi: a un primo periodo di sottoscrizione, volto a conseguire gli obiettivi minimi di raccolta, ne segue un secondo allo scopo di consentire ai primi sottoscrittori o a nuovi investitori di definire il proprio impegno anche in funzione delle adesioni complessivamente pervenute. Alcune recenti iniziative nel settore del private equity *sono caratterizzate da obiettivi di collocamento di importo particolarmente elevato; le maggiori dimensioni consentono di estendere l'ambito di intervento dei fondi nazionali anche alle società quotate, operazioni nelle quali sono stati attivi sinora solo fondi esteri.*

OICVM armonizzati di diritto estero. – Nel 2003 sono state 130 (146 nel 2002) le comunicazioni pervenute da parte di OICVM comunitari per la commercializzazione in Italia di nuovi fondi o comparti e per la modifica dei moduli organizzativi adottati; oltre il 70 per cento dei prodotti presenta la struttura della società di investimento a capitale variabile. Alla fine dell'anno gli *exchange traded funds* comunitari quotati alla Borsa di Milano erano 11.

Il patrimonio raccolto in Italia dagli OICVM armonizzati di diritto estero supera i 152 miliardi di euro (cfr. tav. aE3), dei quali circa 120 fanno capo a società insediate prevalentemente in Lussemburgo e in Irlanda e controllate da soggetti nazionali. Queste ultime hanno realizzato nel 2003 una raccolta netta nel nostro paese pari a 15,6 miliardi di euro (4,4 miliardi nel 2002).

Le società di intermediazione mobiliare

Nel 2003 il numero delle società di intermediazione mobiliare si è ridotto a 132 (tav. E6); oltre il 20 per cento di quelle iscritte all'albo all'inizio dell'anno è stato cancellato, soprattutto a seguito di ristrutturazioni operate all'interno dei gruppi. Le SIM operative prestano principalmente servizi di intermediazione (negoziazione per conto terzi, raccolta ordini) e di collocamento, in particolare per conto di gruppi assicurativi e di soggetti privati.

Tra le principali operazioni di razionalizzazione si segnalano: l'accorpamento in un'unica struttura di 7 SIM che operavano su base territoriale; la liquidazione da parte di un gruppo estero delle attività svolte da 3 società controllate in Italia; l'aggregazione effettuata da 3 gruppi (italiani ed esteri) delle attività svolte da 8 SIM.

Nel corso dell'anno sono state iscritte all'albo 7 nuove SIM, promosse in 4 casi da soggetti privati e in 1 da un gruppo finanziario tedesco; 2 SIM derivano dalla trasformazione di una banca e di una SGR.

Tav. E6

SOCIETÀ DI INTERMEDIAZIONE MOBILIARE

Voci	31 dicembre 2002	31 dicembre 2003
Società di Intermediazione Mobiliare	**158**	**132**
di cui: *di emanazione bancaria* (1)	*64*	*50*
Per memoria - Autorizzazioni rilasciate:		
Negoziazione in conto proprio	45	38
Negoziazione in conto terzi	60	49
Collocamento con garanzia	32	23
Collocamento senza garanzia	112	86
Gestione individuale di portafogli	80	70
Raccolta di ordini e mediazione	89	73

(1) Società il cui capitale è posseduto da banche in misura superiore al 50 per cento.

I volumi operativi delle SIM nei servizi di negoziazione risultano inferiori a quelli delle banche. Escludendo l'operatività in pronti contro termine, le SIM effettuano il 46 per cento dell'attività per conto terzi (56 per cento nel 2002) e il 12 per cento di quella in conto proprio (14 per cento nel 2002). Quest'ultimo dato è destinato a un'ulteriore flessione a seguito della trasformazione in banca, perfezionata all'inizio del corrente anno, della principale SIM attiva nel comparto dei servizi di negoziazione.

Ai sensi della direttiva CEE 10 maggio 1993, n. 22, sono pervenute 63 comunicazioni relative alla prestazione in Italia di servizi ammessi al mutuo riconoscimento da parte di imprese di investimento estere, di cui 3 mediante l'apertura di una succursale.

Le società finanziarie

Al 31 dicembre del 2003 le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del Testo unico bancario erano 359, in aumento di 43 unità rispetto al 2002, per effetto di 56 iscrizioni e 13 cancellazioni (tav. E7). Alla stessa data gli intermediari iscritti nell'elenco generale di cui all'art. 106 del Testo unico bancario risultavano pari a 1.494.

Le iscrizioni nell'elenco speciale hanno riguardato principalmente società veicolo per la cartolarizzazione (45), che rappresentano circa la metà degli intermediari iscritti. Le cancellazioni hanno interessato in prevalenza società di matrice bancaria, a seguito di processi di razionalizzazione operati in seno ai relativi gruppi.

Tav. E7

ELENCO SPECIALE DELLE SOCIETÁ FINANZIARIE

Attività	Numero delle società				
	31 dicembre 2002		Iscrizioni	31 dicembre 2003	
		di cui: di matrice bancaria			di cui: di matrice bancaria
Suddivisione delle società per attività prevalente (1):					
Concessione di finanziamenti	142	75	10	142	76
di cui: *Leasing*	*60*	*43*	*1*	*59*	*40*
Factoring	*37*	*19*	*1*	*38*	*18*
Credito al consumo	*16*	*9*	*3*	*19*	*11*
Altre forme tecniche	*29*	*4*	*5*	*26*	*7*
Assunzione di partecipazioni	18	11	–	16	8
Carte di credito	12	3	–	12	3
Intermediari in cambi	3	–	–	3	–
Cartolarizzazione ex L. 130/99	141	31	46	186	40
di cui: *Servicer*	*8*	*1*	*1*	*8*	*2*
Società veicolo ex L.130/99	*133*	*30*	*45*	*178*	*38*
Totale	**316**	**120**	**56**	**359**	**127**

(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.

L'ampliamento degli ambiti operativi connesso con l'iscrizione nell'Elenco speciale ha posto l'esigenza di un rafforzamento dei presidi all'ingresso degli intermediari. Con il decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze del 14 novembre 2003 il possesso di adeguati requisiti organizzativi è divenuto condizione necessaria per l'iscrizione. Gli incontri della Vigilanza con le società istanti sono volti a verificare la sostenibilità dei programmi di attività presentati e l'adeguatezza delle strutture organizzative. Nell'anno 22 istruttorie si sono concluse con il mancato accoglimento della domanda (15 nel 2002).

Il numero degli intermediari diversi dalle società veicolo è rimasto pressoché stabile rispetto agli anni precedenti. Si è ulteriormente ridotto il numero di società operanti nel merchant banking, dato il perdurare di una richiesta contenuta di attività del settore. Segnali di sviluppo si rilevano nei settori del credito al consumo e dei finanziamenti tramite cessione del quinto dello stipendio.

Nel comparto delle finanziarie a partecipazione pubblica è aumentata la presenza di intermediari con operatività nazionale. In particolare, nel 2003 si è registrata l'iscrizione di Infrastrutture spa, intermediario di proprietà della Cassa depositi e prestiti operante nel finanziamento di infrastrutture e grandi opere pubbliche.

Alla fine del 2003 gli intermediari di matrice pubblica erano 11 e operavano prevalentemente nell'assunzione di partecipazioni, finalizzata allo sviluppo economico degli ambiti territoriali di riferimento. Nel triennio 2001-03 la quota dell'attivo riferibile al settore è aumentata dallo 0,6 al 2,4 per cento del totale.

Nei mercati del leasing, del factoring e del credito al consumo si continua a registrare una presenza rilevante dei gruppi bancari, attraverso società finanziarie controllate. Alla fine del 2003 le quote di leasing e di factoring riferibili ai gruppi bancari erano pari, rispettivamente, all'86 e al 64 per cento. Per il credito al consumo, nel triennio 2001-03 si è registrato un incremento dal 72 al 79 per cento per effetto del crescente interesse manifestato dal sistema bancario verso tale comparto.

REDDITIVITÀ, RISCHI E PATRIMONIO DEGLI INTERMEDIARI

Le banche

Nel 2003 il sistema bancario italiano ha continuato a fornire credito all'economia con un ritmo d'incremento superiore a quello del prodotto nominale. La crescita dei prestiti ha riguardato soprattutto le imprese di piccola e media dimensione e le famiglie.

I progressi compiuti nella seconda metà degli anni novanta nella selezione del credito e nella gestione dei rischi hanno limitato l'impatto della protratta fase di debolezza dell'economia sui bilanci bancari. Le partite in sofferenza, in rapporto agli impieghi, sono aumentate in misura limitata.

Il contenimento dei costi operativi e l'aumento dei ricavi diversi da quelli da interessi hanno contribuito a un moderato miglioramento della redditività. Sia l'autofinanziamento sia il reperimento di capitali sul mercato hanno rafforzato le dotazioni patrimoniali.

Gli impieghi. – Gli impieghi delle banche italiane nei confronti della clientela residente hanno registrato una crescita del 6,2 per cento, analoga a quella osservata nell'anno precedente (tavv. E8 e E9).

Il tasso di crescita dei prestiti ha continuato a essere più elevato nel Mezzogiorno rispetto al resto del Paese (7,8 per cento, contro il 6 relativo alla clientela del Centro Nord). Le banche del Centro Nord hanno fatto registrare un aumento del credito nel Mezzogiorno pari all'8,6 per cento, mentre per le banche locali il tasso di crescita è stato del 6,5.

La quota della raccolta nel Mezzogiorno destinata agli impieghi nell'area si è collocata all'88 per cento, valore superiore a quello medio dell'ultimo quinquennio; in particolare, è stata pari al 93 per cento per i gruppi bancari con sede nel Centro Nord.

Nei primi mesi del 2004 si è registrato un lieve rallentamento, in particolare per i prestiti alle imprese di maggiore dimensione; a marzo, l'incremento su base annua è stato del 5,4 per cento.

Tav. E8

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 rettificate (4)	Ammontare delle cartolarizzazioni	
	Impieghi		Sofferenze (2)			Impieghi	Sofferenze
		Incagli					
2000	858.818	19.182	51.933	5,7	1,0	6.751	8.390
2001	925.502	19.572	45.429	4,7	0,9	12.013	7.644
2002	980.435	20.476	46.325	4,5	1,0	12.461	2.426
2003	1.038.412	21.252	51.267	4,7	1,2	12.327	65

Fonte: *Centrale dei Rischi* e segnalazioni statistiche 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 rettificate e gli impieghi totali dell'anno precedente al netto dei pronti contro termine attivi, degli interessi netti da addebitare alla clientela e delle sofferenze rettificate.

I livelli particolarmente bassi dei tassi di interesse, unitamente alla riduzione dell'autofinanziamento delle imprese, hanno sollecitato la domanda di credito. I prestiti alle società non finanziarie e alle famiglie produttrici hanno registrato un'accelerazione, dal 4,9 al 6,7 per cento (tav. E9); sono cresciuti in misura considerevole i prestiti ai comparti dei servizi (10,9 per cento) e dell'edilizia (12,7 per cento).

Tav. E9

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	
	2003	2000	2001	2002	2000-2002 (3)	2003	2002	2003
Amministrazioni pubbliche	51.038	–5,5	–3,4	–3,2	–4,1	–6,3	5,6	4,9
Società finanziarie	125.154	22,4	12,8	10,3	15,1	2,3	12,5	12,0
Imprese	634.883	15,7	7,4	4,9	9,2	6,5	61,0	61,1
di cui:								
Holding di partecipazione (4)	*38.003*	*42,2*	*1,3*	*5,7*	*15,0*	*2,9*	*3,8*	*3,7*
Società non finanziarie e famiglie produttrici	596.880	14,2	7,9	4,9	8,9	6,7	57,3	57,5
di cui:								
Agricoltura	*24.740*	*8,9*	*5,1*	*7,6*	*7,2*	*11,5*	*2,3*	*2,4*
Industria	*221.534*	*11,9*	*6,9*	*1,2*	*6,6*	*–0,2*	*22,8*	*21,3*
Edilizia	*70.625*	*8,8*	*6,7*	*9,3*	*8,3*	*12,7*	*6,4*	*6,8*
Servizi	*279.981*	*18,5*	*9,3*	*6,9*	*11,5*	*10,9*	*25,8*	*27,0*
Famiglie consumatrici	227.337	13,3	9,5	10,7	11,2	11,1	20,9	21,9
Totale ...	**1.038.412**	**14,2**	**7,7**	**6,2**	**9,3**	**6,2**	**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 per dimensione degli affidamenti mostra che nel 2003 l'aumento degli impieghi ha riguardato soprattutto le imprese di piccola e media dimensione (tav. E10). Il tasso di crescita è passato dal 5,8 al 7 per cento per la clientela con prestiti inferiori a 5 milioni di euro e dal 6,5 al 10 per cento per le società con affidamenti compresi tra 5 e 25 milioni di euro. L'andamento dei prestiti alle imprese con fido complessivo superiore a 25 milioni di euro, aumentati del 4,4 per cento (del 3,6 nel 2002), ha risentito della riduzione dell'indebitamento di alcuni grandi gruppi industriali presso le banche italiane, proseguita anche nel primo trimestre del 2004.

Tav. E10

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	
	2003	2000	2001	2002	2000/ 2002 (4)	2003	2002	2003
0-5 milioni di euro	270.104	7,6	5,1	5,8	6,2	7,0	43,5	43,7
5-25 milioni di euro	119.390	12,7	7,3	6,5	8,8	10,0	18,7	19,3
superiore a 25 milioni di euro	228.572	29,2	14,6	3,6	15,3	4,4	37,8	37,0
Totale ..	**618.067**	**15,6**	**9,0**	**5,0**	**9,8**	**6,6**	**100,0**	**100,0**

Fonte: *Centrale dei rischi* e segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Dati relativi alle unità operanti in Italia. Finanziamenti a società non finanziarie, holding finanziarie di partecipazione e famiglie produttrici (cfr. in Appendice la sezione: *Note metodologiche*). – (2) Le imprese sono distribuite in base alla classe di accordato globale. Le famiglie produttrici sono incluse nella classe tra 0-5 milioni. – (3) I tassi di crescita non sono corretti per le variazioni del cambio. – (4) Tasso medio annuo.

Le banche di minore dimensione hanno contribuito in misura rilevante all'espansione del credito; esse hanno erogato oltre i tre quarti dei flussi complessivi di credito (tav. aE4).

Alla fine del 2003, alle banche di credito cooperativo e a quelle piccole e minori con operatività regionale e non inserite in gruppi bancari (534 intermediari, di cui 445 BCC) faceva capo il 14,7 per cento del totale dei crediti alle imprese non finanziarie (10,7 per cento nel 1998). La crescita della quota di mercato si è accompagnata a un aumento dell'affidamento medio: l'incidenza dei finanziamenti alle imprese con prestiti superiori a 5 milioni di euro, a prezzi costanti, è salita dal 29 per cento nel 1998 al 33,3 nel 2003.

Nell'ultimo biennio la qualità dei crediti di queste banche, pur rimanendo su livelli più elevati rispetto a quelli registrati dal resto del sistema, ha mostrato alcuni segni di deterioramento. Con riferimento alle imprese non finanziarie, l'incidenza delle nuove posizioni classificate in sofferenza sugli impieghi vivi iniziali è aumentata dall'1,1 all'1,4 per cento.

Gli impieghi alle famiglie consumatrici hanno continuato a crescere a un ritmo sostenuto (11,1 per cento; tav. E9); alla fine dell'anno essi rappresentavano il 22 per cento di quelli del sistema. Alla stessa data, l'ammontare di questi finanziamenti era costituito per il 62 per cento da mutui per

l'acquisto di abitazioni e per il 14 per cento da crediti al consumo; la parte rimanente era rappresentata da conti correnti (10 per cento) e altri crediti.

Negli ultimi tre anni i mutui per l'acquisto di abitazioni sono cresciuti a un ritmo medio annuo del 15,6 per cento; tra i nuovi prestiti erogati nello stesso periodo, quelli a tasso variabile ne rappresentano i tre quarti.

Negli anni recenti il valore degli immobili residenziali ha registrato incrementi significativi in quasi tutti i principali paesi. In Italia, nel periodo 1999-2003 le quotazioni delle compravendite di nuove abitazioni sono aumentate del 6,3 per cento all'anno in termini reali, portandosi sui livelli massimi registrati nel 1992 (cfr. il capitolo della sezione B: La domanda*).*

Al fine di valutare i riflessi sui bilanci bancari di un'ipotetica inversione di tendenza del mercato immobiliare, si sono stimati gli effetti sulla redditività bancaria di una riduzione del valore degli immobili e di una svalutazione dei crediti in sofferenza con garanzia reale di entità analoghe a quelle registrate nella fase ciclica sfavorevole dei primi anni novanta. Con riferimento ai dati relativi al 2003, le rettifiche necessarie non sarebbero di rilevante ammontare, pari a circa il 7 per cento degli utili lordi.

La qualità del credito. – La qualità del credito ha registrato un modesto deterioramento, risentendo della prolungata debolezza dell'economia e del dissesto finanziario delle società del gruppo Parmalat. Per l'anno in corso l'evoluzione della rischiosità dei prestiti dipenderà in larga misura dai riflessi dell'andamento dell'economia sulla situazione finanziaria delle imprese.

Le esposizioni verso alcuni grandi gruppi industriali si sono ridotte; rimane limitato l'ammontare dei crediti verso i settori che risentono maggiormente delle tensioni internazionali.

I crediti classificati per la prima volta in sofferenza rettificata – aggregato che include tra le sofferenze anche le esposizioni che solo alcune banche segnalano come tali (cfr. il *Glossario*) – si sono attestati all'1,2 per cento degli impieghi vivi dell'inizio dell'anno (1 per cento a dicembre del 2002). Il rapporto tra le sofferenze rettificate e quelle contabili è salito al 108,6 per cento, dopo essere sceso al 106,5 nel 2002 (tav. aE5).

Incrementi maggiori della rischiosità sono stati riscontrati per le imprese dell'industria e dell'edilizia, per le quali il rapporto tra il flusso annuale di sofferenze rettificate e gli impieghi vivi dell'anno precedente è aumentato, rispettivamente, dall'1,2 al 2,2 per cento e dall'1,8 al 2,1 per cento (tav. aE6).

L'incidenza delle sofferenze sugli impieghi è salita al 4,7 per cento dal 4,5 del 2002 (tavv. E8 e aE5); a marzo scorso essa era pari al 4,8 per cento.

Escludendo le posizioni facenti capo al gruppo Parmalat, l'incidenza delle sofferenze sul totale degli impieghi sarebbe stata del 4,5 per cento, come nel 2002; parimenti invariato, all'1 per cento, si sarebbe mantenuto il rapporto tra le nuove sofferenze rettificate e la consistenza degli impieghi vivi alla fine dell'anno precedente; per le imprese industriali, il rapporto sarebbe aumentato dall'1,2 all'1,4 per cento.

Le sofferenze al netto delle svalutazioni, in aumento del 4,7 per cento, si sono attestate a 22,5 miliardi di euro, pari al 16 per cento del patrimonio di vigilanza consolidato, valore analogo a quello dell'anno precedente.

Le posizioni incagliate, costituite dai crediti nei confronti di clienti in situazione di temporanea difficoltà, sono cresciute nel corso del 2003 del 3,8 per cento, rispetto al 4,6 per cento del 2002 (tav. E8). L'incremento riguarda prevalentemente i finanziamenti ai settori delle famiglie consumatrici e delle imprese individuali; sono diminuite le partite incagliate di importo superiore a 500 mila euro.

Una valutazione sull'andamento della qualità complessiva dei finanziamenti erogati dalle banche è desumibile da un'analisi statistica che utilizza informazioni aggregate sui bilanci di circa 134.000 società non finanziarie, rappresentative di oltre il 40 per cento del credito alle imprese (tav. E11).

Tav. E11

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)	Rating approssimativo	2002		2003		2002-2003
		Impieghi	Quota sugli impieghi	Impieghi	Quota sugli impieghi	Variazione impieghi
da 0,00 a 0,15	A	8.332	3,9	9.269	4,1	11,2
da 0,15 a 0,45	BBB	63.368	29,5	66.819	29,5	5,4
da 0,45 a 0,70	BB+	49.951	23,2	53.351	23,6	6,8
da 0,70 a 1,00	BB	49.486	23,0	51.741	22,9	4,6
da 1,00 a 2,00	BB–	31.594	14,7	32.862	14,5	4,0
da 2,00 a 4,00	B+	6.922	3,2	6.913	3,1	–0,1
da 4,00 a 8,00	B	3.124	1,5	3.189	1,4	2,1
da 8,00 a 16,00	B–	1.967	0,9	1.963	0,9	–0,2
oltre 16,00	CCC/C	166	0,1	169	0,1	1,8
Totale		**214.910**	**100,0**	**226.276**	**100,0**	**5,3**

Fonte: *Centrale dei rischi.*
(1) Dati relativi a un campione chiuso di 134.227 imprese non finanziarie presenti nell'archivio Cerved 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 2004. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

I risultati mostrano che nel corso del 2003 le banche hanno accresciuto la quota dei finanziamenti alle controparti caratterizzate da maggiore solidità finanziaria. I crediti alle imprese con probabilità di ingresso in sofferenza

inferiore all'1 per cento sono cresciuti del 5,9 per cento; per quelli alle altre società la crescita è stata pari al 3 per cento. L'aumento dei finanziamenti alle aziende meno rischiose ha riguardato tutte le classi dimensionali di impresa.

I rischi da concentrazione dei fidi. – Nel 2003 il livello di concentrazione dei rischi si è ridotto. Dalle segnalazioni sulle principali posizioni di rischio, prodotte trimestralmente su base consolidata dai 14 maggiori gruppi bancari, risulta che l'esposizione verso i primi 10 clienti, pari a 89,3 miliardi di euro, è scesa del 6 per cento rispetto al 2002.

Si è registrata anche una diminuzione dei grandi fidi del sistema, in larga misura attribuibile ai principali gruppi bancari. L'ammontare delle esposizioni che, ponderate per il rischio, superano il 10 per cento del patrimonio di vigilanza della banca finanziatrice era pari a 65,2 miliardi di euro, con una riduzione del 19 per cento rispetto all'anno precedente (tav. E12). La loro consistenza è passata dal 6,5 al 5,2 per cento delle attività ponderate per il rischio. Le banche con fidi superiori al limite del 25 per cento del patrimonio sono diminuite da 40 a 33; le eccedenze, costituite prevalentemente da posizioni di importo unitario contenuto, si sono ridotte da 1.100 a 240 milioni di euro.

Tav. E12

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		
					Ammontare delle eccedenze (3)	Grandi rischi: numero di affidati eccedenti	Numero delle banche con grandi rischi eccedenti
2002	112.446	80.672	1.994	435	1.125	132	40
2003	92.390	65.207	2.083	444	241	83	33

(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) 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.

Sulla base dei dati consolidati, le partecipazioni detenute dalle banche in imprese non finanziarie residenti sono cresciute da 6,8 a 7,1 miliardi di euro (pari allo 0,4 per cento dell'attivo e al 5,1 per cento del patrimonio di vigilanza), due terzi dei quali fanno capo ai principali gruppi bancari. Sono parimenti aumentate, da 0,9 a 1,2 miliardi, le partecipazioni in imprese non finanziarie estere, di cui il 47 per cento è detenuto dai principali gruppi.

Strumenti di trasferimento del rischio di credito – Negli anni recenti le banche dei principali paesi hanno fatto crescente ricorso agli strumenti di trasferimento del rischio di credito, quali le operazioni di cartolarizzazione e i contratti derivati. Lo sviluppo del mercato del trasferimento del rischio riflette la tendenza degli intermediari a gestire in maniera più attiva i loro portafogli e la ricerca di più remunerative opportunità di investimento in una fase di tassi di interesse particolarmente contenuti.

In Italia, tra il 1999 – anno di entrata in vigore della legge che disciplina tali operazioni (legge 30 aprile 1999, n. 130) – e il 2003, il valore contabile delle attività cedute che hanno dato luogo all'iscrizione di società veicolo nell'elenco speciale è stato pari a 152 miliardi di euro.

I crediti cartolarizzati dalle banche attraverso operazioni effettuate ai sensi della legge 130/99 nonché con ricorso a società veicolo di diritto estero sono ammontati a circa 72 miliardi di euro (il 6,6 per cento degli impieghi del 2003 al lordo delle sofferenze), a fronte di 1,6 miliardi nel triennio 1996-98.

Le posizioni relative a crediti in sofferenza (26,4 miliardi di euro) rappresentano il 37 per cento del totale dei crediti ceduti. In seguito al venire meno dei vantaggi fiscali previsti dalla suddetta legge, si è registrata una progressiva diminuzione dei crediti della specie cartolarizzati (2,5 miliardi di euro nel biennio 2002-03, a fronte di 23,9 nel triennio precedente). Parallelamente, è aumentata la cessione di crediti vivi: tra il 2001 e il 2003 sono stati cartolarizzati crediti per 36,8 miliardi di euro (8,7 miliardi nel biennio precedente).

Dalle caratteristiche delle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza realizzate dagli intermediari italiani tra il 1999 e il 2002 risulta che le banche cedenti hanno già scontato una perdita massima potenziale del 75 per cento del valore nominale dei crediti, sia per le svalutazioni effettuate sul portafoglio sottostante (50 per cento) sia perché hanno riacquistato i titoli subordinati derivanti dall'operazione (25 per cento). Pertanto, la perdita che le banche hanno assunto risulta superiore all'incidenza media delle perdite sulle sofferenze (63 per cento); ne consegue che l'ammontare del rischio relativo ai crediti anomali trasferito ad altri soggetti è molto contenuto.

Le operazioni di cartolarizzazione sono soggette a una specifica disciplina prudenziale e di bilancio (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2000). In particolare, le banche sono tenute a inserire nella nota integrativa del bilancio un'esauriente informativa sui rischi, sulle relative procedure di controllo e sui risultati economici connessi con le posizioni in essere. I titoli caratterizzati dal maggior grado di subordinazione devono essere valutati al presumibile valore di realizzo, tenendo anche conto dei recuperi attesi sul portafoglio sottostante.

Alla fine del 2003 l'ammontare complessivo dei derivati su crediti negoziati dalle banche italiane era pari a 87,9 miliardi di euro (il 4 per cento delle attività del sistema), in lieve riduzione rispetto all'anno precedente.

Il valore nozionale dei contratti di protezione dal rischio venduti dal sistema bancario italiano è stato pari a 42 miliardi di euro, a fronte di un ammontare di 46 miliardi per l'acquisto di protezione. Nel portafoglio immobilizzato risulta prevalente l'acquisto di copertura, mentre l'attività di negoziazione – riconducibile a pochi operatori – si caratterizza per il maggior volume di operazioni relative a vendita di protezione.

A fronte di rischi di natura finanziaria, operativa e legale i derivati su crediti sono assoggettati a una specifica disciplina prudenziale e di bilancio; sono inoltre previste disposizioni in materia organizzativa.

In particolare, le banche devono dotarsi di procedure organizzative che assicurino una corretta percezione dell'effettiva esposizione relativa a tutti i soggetti nei confronti dei quali si è assunto il rischio di credito. Per l'attività di negoziazione le banche devono disporre di risorse professionali e tecnologiche in grado di quantificare il valore corrente dei contratti e gestire efficacemente i rischi sottostanti.

Il rischio paese. – Nel corso del 2003 l'esposizione complessiva del sistema bancario italiano verso i paesi non appartenenti all'area dell'OCSE, considerati più rischiosi, si è ridotta del 23 per cento; essa era pari a 40 miliardi di euro (tav. E13). In rapporto all'attivo, le esposizioni verso questi paesi sono passate dal 2,7 al 2,1 per cento.

La diminuzione è da attribuirsi in prevalenza al deprezzamento del dollaro rispetto all'euro, ma riflette anche la modifica, in corso già da alcuni anni, delle strategie di espansione all'estero dei principali gruppi bancari italiani. Le esposizioni nei confronti dei paesi dell'America latina e dei centri offshore si sono ridotte rispettivamente del 45 e del 32 per cento, mentre è proseguito l'incremento di quelle verso alcuni paesi dell'Europa orientale (7 per cento).

Nel biennio 2001-02 le banche operanti nei paesi dell'America latina interessati da gravi crisi economiche e finanziarie hanno provveduto a svalutare le partecipazioni nelle società insediate nell'area e a effettuare rilevanti accantonamenti sui crediti.

La quota delle banche italiane sul totale dei crediti per cassa erogati ai paesi non appartenenti all'OCSE e segnalati alla BRI è pari al 2,4 per cento (2,8 nel 2002). Nei paesi dell'Europa orientale essa si è mantenuta prossima al 17 per cento, mentre è diminuita in quelli dell'America latina (dal 6,5 al 4,2 per cento).

Le rettifiche prudenziali previste dalla normativa di vigilanza si sono commisurate a 1,2 miliardi di euro, inferiori del 35 per cento rispetto alla fine del 2002; esse sono pari allo 0,8 per cento del patrimonio di vigilanza, a fronte dell'1,3 per cento nel 2002. Le minori rettifiche riflettono prevalentemente la riduzione delle esposizioni; l'aliquota media di svalutazione si è lievemente ridotta (dal 31 al 28 per cento delle esposizioni verso i paesi a rischio).

Tav. E13

ESPOSIZIONE VERSO L'ESTERO
E RETTIFICHE PRUDENZIALI DELLE BANCHE ITALIANE (1)
(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)

Paesi non appartenenti all'OCSE	Quota di mercato (2)	Crediti per cassa e firma totali (3)		Disciplina prudenziale sul rischio paese							
				Crediti per cassa e firma non garantiti		Crediti soggetti a rettifica		Crediti soggetti a rettifica		Rettifiche prudenziali minime	
							di cui: a paesi a rischio non nullo		*di cui:* a paesi a rischio non nullo		
	2003	2002	2003	2002	2003	2002		2003		2002	2003
Europa orientale.	16,9	14.072	14.991	3.168	3.951	3.012	1.184	3.749	750	249	136
Paesi di recente adesione UE	1,4	938	943	504	689	384	11	468	21	3	6
Africa	0,6	785	730	354	332	216	183	193	73	43	19
America Latina	4,2	17.658	9.690	4.088	2.216	3.246	2.677	2.088	1.669	965	484
Asia	0,5	1.907	1.886	1.446	1.678	1.179	102	1.348	67	29	23
Medio Oriente...	2,2	1.972	1.854	1.402	1.448	1.010	719	1.065	516	329	266
Centri offshore .	1,5	14.641	10.005	2.140	1.802	1.969	776	1.678	1.072	145	220
Totale ...	**2,4**	**51.973**	**40.098**	**13.102**	**12.115**	**11.016**	**5.652**	**10.599**	**4.167**	**1.764**	**1.154**

(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. in Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) La quota di mercato è calcolata sul totale delle banche dichiaranti alla BRI (cfr. nell'Appendice la sezione: *Glossario*). 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.

La redditività. – Dopo la flessione registrata nel biennio 2001-02 la redditività delle banche e dei gruppi bancari è lievemente migliorata. In rapporto al capitale e alle riserve gli utili sono saliti dal 6,4 al 6,7 per cento (tav. E14). Banche rappresentative di oltre la metà dell'attivo del sistema hanno fatto registrare un ROE superiore all'8 per cento.

Rispetto alle segnalazioni statistiche su base individuale, quelle consolidate non risentono degli effetti connessi con la redistribuzione di funzioni tra società bancarie e non bancarie all'interno dei gruppi, né delle duplicazioni di reddito conseguenti alla distribuzione dei dividendi delle partecipate bancarie. Gli andamenti degli aggregati consolidati riflettono inoltre le modifiche intervenute nella struttura dei gruppi, in particolare l'inclusione di intermediari esteri (per le segnalazioni su base individuale, cfr. il capitolo della sezione D: Le banche e gli altri intermediari creditizi*).*

Tav. E14

PRINCIPALI RISULTATI DEI GRUPPI BANCARI E DELLE BANCHE ITALIANE (1)

(dati in milioni di euro)

Voci	Principali gruppi bancari (2)		Totale sistema	
	2002	2003	2002	2003
Risultato di gestione	14.748	15.988	25.255	27.055
Quota assorbita dalle perdite su crediti	6.555	5.426	9.128	9.582
ROE (valori percentuali)	6,0	9,2	6,4	6,7
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	1.187	2.037	3.625	3.261
Aumenti di capitale (3)	–	10	864	2.495
Patrimonio di vigilanza	72.474	72.825	134.385	139.837
Coefficiente di solvibilità (valori percentuali)	10,6	10,8	11,2	11,4
Eccedenze	18.567	19.876	39.605	42.505
Deficienze	–	–	198	..

(1) Segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi. Sono escluse le succursali in Italia di banche estere. Per la definizione delle voci 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 margine d'intermediazione è risultato pari a 65,8 miliardi di euro, con un aumento del 2,7 per cento rispetto al 2002. L'incremento è stato interamente determinato dall'espansione (9,4 per cento) dei proventi diversi dal margine d'interesse, la cui incidenza sul margine d'intermediazione è salita di oltre due punti, al 39,2 per cento (tav. aE7).

L'espansione dei ricavi è avvenuta a fronte di costi operativi rimasti sostanzialmente stabili rispetto all'anno precedente (38,7 miliardi di euro); le spese per il personale (25,1 miliardi di euro) sono aumentate dell'1,1 per cento. Il rapporto tra i costi operativi e il margine d'intermediazione è diminuito di quasi due punti, al 58,9 per cento. Nel 2002, ultimo anno per il quale si dispone di dati comparabili, il rapporto risultava inferiore di circa cinque punti a quello medio delle banche dell'Unione europea, pari al 66 per cento.

Nel corso del 2003 il numero dei dipendenti bancari si è ridotto di 5.900 unità (1,7 per cento del totale degli addetti). La diminuzione si è concentrata nelle categorie dei quadri direttivi (2 per cento) e del personale amministrativo (1,7 per cento); il numero dei dirigenti è leggermente aumentato (0,8 per cento).

Con riferimento ai primi 19 gruppi bancari, il costo sostenuto per incentivare l'uscita anticipata del personale è stato di circa 1,5 miliardi di euro, classificati prevalentemente tra le poste di carattere straordinario. Una metà degli oneri ha riguardato le oltre 7.300

interruzioni del rapporto di lavoro avvenute nel corso del 2003; l'altra metà si riferisce ad accantonamenti per esodi avvenuti in anni precedenti o già programmati per i prossimi esercizi. Il 'Fondo di solidarietà' di settore è stato utilizzato per quasi 3.900 interruzioni avvenute nell'anno.

Negli ultimi anni il ricorso a cessazioni incentivate del rapporto di lavoro nel settore bancario è stato particolarmente rilevante e ha contribuito a mantenere elevato il ricambio dei dipendenti. Dal 1997 al 2003 le interruzioni anticipate del rapporto di lavoro hanno riguardato più di 35.000 dipendenti, pari a circa un decimo dell'occupazione registrata alla fine del 1996; nel complesso, gli oneri sono ammontati a 3,7 miliardi di euro.

La dinamica dei ricavi e dei costi ha determinato un incremento del 7,1 per cento del risultato di gestione, che si è ragguagliato a 27,1 miliardi di euro; le perdite su crediti – sulle quali hanno influito le rettifiche di valore sulle esposizioni nei confronti dei gruppi Parmalat e Cirio – hanno assorbito circa 9,6 miliardi.

Le risorse destinate ad alimentare la crescita del patrimonio di vigilanza del sistema sono ammontate a 3,3 miliardi di euro, per la maggior parte riconducibili ai principali gruppi.

Per questi ultimi il ROE è aumentato di oltre tre punti, attestandosi al 9,2 per cento (16,2 per cento in media nel biennio 1999-2000). Il miglioramento del risultato reddituale è stato determinato dalla crescita dei ricavi relativi alla negoziazione di titoli e dalla flessione del 3,5 per cento dei costi operativi, alla quale ha contribuito il contenimento del costo del lavoro; in rapporto al margine di intermediazione i costi operativi si sono ridotti dal 60 al 57,2 per cento.

Al fine di verificare gli effetti della variazione di alcune variabili macroeconomiche sugli accantonamenti a fronte dei rischi su crediti è stato effettuato un esercizio econometrico per il periodo 1985-2002. In particolare, si è simulato il livello degli accantonamenti che le banche dovrebbero effettuare se le variabili macroeconomiche fossero quelle registrate durante la recessione del 1993, assumendo l'invarianza degli altri fattori di rischio. L'esercizio ha mostrato che il rapporto tra accantonamenti e impieghi aumenterebbe dallo 0,82 per cento del 2002 all'1,35 per cento. Considerata la redditività registrata in media dal sistema bancario italiano negli ultimi tre anni del periodo esaminato, per la quasi totalità delle banche gli utili sarebbero sufficienti ad assorbire gli ulteriori accantonamenti connessi con lo scenario relativo al 1993; in media questi ultimi ammonterebbero a circa un terzo del risultato economico prima delle imposte.

L'adeguatezza patrimoniale. – Nel 2003 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario, su base consolidata, si è accresciuto di 5,5 miliardi di euro, raggiungendo i 139,8 miliardi di euro (tavv. E14 e aE8).

Alla variazione hanno contribuito i flussi di autofinanziamento (3,3 miliardi), gli aumenti di capitale (2,5 miliardi) e le passività subordinate (1 miliardo);

le partecipazioni detenute in altre banche e società finanziarie, che si deducono dal patrimonio di vigilanza, sono aumentate di 1,4 miliardi di euro.

A fronte di un incremento delle attività ponderate per il rischio di circa il 2 per cento, il coefficiente di solvibilità è passato dall'11,2 all'11,4 per cento; le eccedenze patrimoniali rispetto al minimo richiesto sono cresciute a 42,5 miliardi di euro; sono state interamente colmate le deficienze patrimoniali registrate alla fine del 2002.

Per i principali gruppi bancari il patrimonio di vigilanza è rimasto stabile. Il coefficiente di solvibilità è leggermente cresciuto, dal 10,6 al 10,8 per cento. L'aumento di 2,3 miliardi di euro del capitale primario è stato in larga misura compensato dalla diminuzione del patrimonio supplementare e dalla crescita delle partecipazioni non consolidate.

L'esposizione del sistema bancario ai rischi di mercato è rimasta invariata rispetto al 2002, al 5,4 per cento del patrimonio di vigilanza (tav. aE9); per i principali gruppi bancari si è registrata una riduzione (dal 6,9 al 6,4 per cento), a fronte di un aumento per le altre banche (dal 3,6 al 4,2 per cento).

L'incremento della dotazione patrimoniale del sistema ha determinato anche un aumento del 9,6 per cento del patrimonio libero da immobilizzazioni tecniche e finanziarie, attestatosi a 33,6 miliardi di euro (tav. aE10). Il numero dei gruppi e delle banche non appartenenti a gruppi con *free capital* negativo si è ridotto da 19 a 17. È tuttavia cresciuto l'ammontare delle deficienze, a 6,6 miliardi, di cui 4,7 di pertinenza dei principali gruppi bancari, in relazione all'aumento delle partecipazioni detenute.

Le banche italiane e la preparazione al nuovo Accordo sul capitale. – La conclusione del processo di revisione dell'Accordo sul capitale (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo*) ha indotto le principali banche italiane ad accelerare la realizzazione dei progetti diretti a migliorare le metodologie di misurazione del rischio di credito e le connesse prassi gestionali.

L'indagine condotta dal Comitato di Basilea alla fine del 2002 allo scopo di valutare gli effetti della proposta di nuovo Accordo sui bilanci delle maggiori banche dei principali paesi ha mostrato che i livelli minimi di capitale richiesti sono simili a quelli attuali qualora si utilizzasse il metodo standardizzato e che dall'adozione dei metodi più avanzati di misurazione del rischio le banche ricaveranno benefici in termini di dotazioni patrimoniali. Per quanto riguarda i crediti alle piccole e medie imprese, i requisiti patrimoniali sono risultati sostanzialmente analoghi – e in molti casi inferiori – a quelli attuali.

Per le banche italiane i risultati si sono rivelati in linea con quelli relativi alla media dei paesi del G-10, tenuto conto dell'adozione di ipotesi molto prudenziali per la stima dei parametri regolamentari.

Per il calcolo del rischio di credito con il metodo dei rating interni le banche italiane avevano incluso tra i clienti inadempienti anche i debitori – diversi da quelli classificati in incaglio e in sofferenza – che effettuano pagamenti con ritardi di oltre 90 o 180 giorni rispetto alla scadenza. Si era così determinata una sovrastima dell'ammontare minimo di capitale richiesto.

Una simulazione effettuata dalla Vigilanza, basata sui dati forniti dalle stesse banche e sulla definizione di inadempimento correntemente adottata (sofferenze e incagli), ha mostrato una diminuzione rispetto alle regole attuali dell'ammontare minimo di capitale richiesto a fronte del rischio di credito, soprattutto per i crediti alle piccole e medie imprese e per quelli inclusi nel portafoglio al dettaglio.

Al fine di consentire un adeguamento graduale delle modalità di gestione dei rapporti di fido, per le banche italiane è previsto un periodo transitorio di cinque anni dall'entrata in vigore della disciplina, durante il quale verranno considerate inadempienti solo le imprese con ritardi di pagamento o con sconfinamenti protratti da oltre 180 giorni, rispetto al termine prestabilito di 90 giorni.

Ulteriori approfondimenti statistici effettuati dalla Vigilanza con riferimento a circa 100.000 società non finanziarie mostrano che l'applicazione dei nuovi requisiti patrimoniali non dovrebbe determinare effetti negativi sul costo dei finanziamenti né difficoltà di accesso al credito per le piccole e medie imprese.

Allo scopo di verificare lo stato di avanzamento dei lavori che le banche stanno realizzando per cogliere le opportunità offerte dalla nuova regolamentazione, la Vigilanza ha svolto incontri con 13 grandi gruppi bancari.

Dal confronto è emerso che alcuni di essi, ai quali fa capo il 55 per cento delle attività del sistema, hanno già da tempo orientato il processo creditizio alle migliori prassi internazionali e sono in possesso dei requisiti per avviare fin da subito le attività necessarie per la convalida dei sistemi di rating interni, che potrebbe avvenire secondo tempi coerenti con l'entrata in vigore della disciplina. Per gli altri gruppi permangono invece alcune carenze con riferimento all'esistenza di basi dati integrate, alla disponibilità di serie storiche relative alle esposizioni, alle garanzie e ai recuperi facenti capo ai gruppi di clienti affidati.

Le società di gestione del risparmio

La redditività. – Nel 2003 le società di gestione del risparmio (SGR) hanno registrato un utile netto di 400 milioni di euro, con un incremento

del 19 per cento rispetto al 2002 (tav. E15). Le società che hanno registrato un risultato negativo, principalmente intermediari che hanno avviato l'operatività di recente, sono 46 (44 nell'anno precedente) con una perdita complessiva di 24 milioni di euro.

Tav. E15

SGR: DATI DI CONTO ECONOMICO

(dati in milioni euro e valori percentuali)

Voci	2002		2003	
	Valori assoluti	Valori percentuali (2)	Valori assoluti	Valori percentuali (2)
Ricavi da gestioni proprie	5.387	388,1	5.370	337,3
di cui: *da fondi aperti*	*4.786*	*344,8*	*4.745*	*298,1*
Ricavi da gestioni delegate da terzi	410	29,5	338	21,2
di cui: *da fondi aperti*	*134*	*9,7*	*91*	*5,7*
Commissioni passive	4.409	317,7	4.116	258,5
di cui: *di mantenimento*	*3.264*	*235,2*	*3.026*	*190,1*
Margine lordo della gestione caratteristica	**1.388**	100,0	**1.592**	100,0
Spese amministrative (–)	870	62,7	899	56,5
di cui: *per il personale* (–)	*354*	*25,5*	*384*	*24,1*
Rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali (–)	132	9,5	126	7,9
Altri oneri di gestione (–)	34	2,4	18	1,1
Totale costi operativi (–)	**1.036**	74,6	**1.043**	65,5
Altri proventi di gestione	92	6,6	91	5,7
Risultato della gestione caratteristica	**444**	32,0	**640**	40,2
Risultato della gestione finanziaria (1)	**128**	9,2	**56**	3,5
Risultato attività ordinarie	**572**	41,2	**696**	43,7
Proventi/oneri straordinari	31	2,2	10	0,6
Variazione netta fondo per rischi finanziari generali	–3	–0,2	3	0,2
Imposte e tasse (–)	262	18,9	306	19,2
Utile (perdita) di esercizio	**338**	24,4	**403**	25,3

(1) Comprende i proventi netti derivanti dalla gestione del portafoglio di proprietà delle SGR. – (2) In percentuale del margine lordo.

Alle SGR che gestiscono fondi aperti dei primi cinque gruppi bancari italiani fa capo il 53 per cento degli utili del sistema. Positiva è risultata anche la redditività delle società che gestiscono fondi chiusi (15 milioni di euro, riconducibili in prevalenza alle SGR attive nel settore dei fondi immobiliari) e speculativi (12 milioni di euro).

La favorevole evoluzione della redditività deriva dall'incremento (15 per cento) del margine lordo della gestione caratteristica, pari a circa 1.600 milioni di euro, indotto dalla riduzione delle commissioni corrisposte alle reti distributive.

Le commissioni di gestione sui fondi aperti hanno registrato un lieve decremento, determinato sia dalla flessione (1 per cento) delle masse medie gestite sia dalla ricomposizione dei portafogli verso prodotti meno rischiosi ma anche meno remunerativi per le

SGR. La riduzione delle commissioni di gestione è stata in parte compensata dall'incremento sia delle provvigioni di incentivo dei fondi (355 milioni di euro, più che triplicate rispetto all'anno precedente), favorito dalla ripresa dei mercati finanziari, sia dei proventi generati dalle gestioni individuali (530 milioni di euro, con un incremento del 30 per cento rispetto al 2002).

Le commissioni passive, costituite in larga misura dalle commissioni di mantenimento corrisposte alle strutture distributive, hanno registrato una flessione del 7 per cento per effetto della modifica della composizione dei prodotti collocati e della revisione, da parte di alcuni intermediari, delle modalità di remunerazione dell'attività di distribuzione, più direttamente commisurata al raggiungimento di obiettivi di raccolta. La percentuale di retrocessione delle commissioni attive da gestioni proprie si è ridotta dall'82 al 77 per cento

Tra i costi operativi – pari a circa 1.000 milioni di euro e rimasti stabili rispetto all'anno precedente – sono aumentate dell'8 per cento le spese del personale, che rappresentano il 37 per cento dei costi complessivi. Si è stabilizzato il costo delle rettifiche di valore delle immobilizzazioni materiali e immateriali, dopo l'incremento registrato nel 2002 a causa di investimenti realizzati soprattutto per il potenziamento dei sistemi informativi.

Patrimonio e requisiti. – Il patrimonio di vigilanza delle SGR ammontava alla fine del 2003 a 1.130 milioni di euro, a fronte di requisiti patrimoniali minimi pari a 453 milioni di euro, riconducibili per metà al requisito per la massa gestita e per la restante parte al requisito a fronte degli "altri rischi" (pari al 25 per cento dei costi operativi fissi iscritti nel bilancio dell'ultimo esercizio).

Per il 42 per cento delle società – in maggioranza SGR di recente costituzione e attive in settori innovativi, caratterizzate da contenuti livelli operativi e strutture organizzative agili - i requisiti patrimoniali si attestano a un livello inferiore rispetto all'ammontare minimo di capitale richiesto per lo svolgimento dell'attività.

Alla fine del 2003 le società che non rispettavano i requisiti erano 6; si tratta di 3 SGR che gestiscono fondi speculativi, che non hanno adeguato tempestivamente le dotazioni patrimoniali a fronte dell'aumento delle masse gestite, e di 3 SGR che in fase di avvio dell'operatività hanno fatto registrare una diminuzione del patrimonio al di sotto della soglia del capitale minimo.

Le società di intermediazione mobiliare

La redditività. – Nel 2003 il risultato complessivo delle società di intermediazione mobiliare (SIM) è stato positivo per 128 milioni di euro

rispetto ad una perdita di 72 milioni di euro dell'anno precedente (tav. E16). Il miglioramento è legato principalmente ai proventi dell'attività di negoziazione in conto proprio del principale intermediario del settore – appartenente a un primario gruppo bancario italiano – che nel 2004 si è trasformato in banca.

Tav. E16

SIM: DATI DI CONTO ECONOMICO (1)

(consistenze in milioni di euro e valori percentuali)

Voci	2002		2003	
	Valori assoluti	Valori percentuali	Valori assoluti	Valori percentuali
Proventi di negoziazione in conto proprio (2)	218	24,2	369	39,4
di cui: *interessi e dividendi*	*279*	*30,9*	*340*	*36,3*
Proventi di intermediazione per conto terzi (3) .	412	45,7	300	32,1
Proventi di gestione individuale di portafogli	149	16,5	109	11,6
Proventi di attività di offerta fuori sede	70	7,8	104	11,1
Proventi di altre attività (4)	25	2,8	39	4,2
Proventi della gestione titoli (5)	28	3,1	15	1,6
Totale proventi	**902**	100,0	**936**	100,0
Costi operativi (–)	890	98,7	757	80,9
Risultato di gestione	**12**	1,3	**179**	19,1
Altri proventi/oneri (6)	22	2,4	79	8,4
Risultato lordo	**34**	3,8	**258**	27,6
Imposte (–)	106	11,8	130	13,9
Risultato netto	**-72**	8,0	**128**	13,7
Numero di intermediari (7)	142		124	

(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.

Escludendo i dati relativi a tale operatore, il conto economico delle SIM registra un sostanziale pareggio, conseguente principalmente alla uscita dal mercato di società connotate da squilibri reddituali; si rilevano inoltre progressi nei risultati di alcuni intermediari attivi nei servizi di negoziazione e collocamento e nella consulenza in materia di finanza d'impresa, che si sono avvantaggiati del sostegno dei gruppi bancari e finanziari di appartenenza.

L'incidenza delle società con redditività negativa rimane comunque elevata; su 122 società operative 55 chiudono l'esercizio in perdita, per un ammontare complessivo di 140 milioni di euro.

I proventi complessivi – al netto di quelli relativi al principale operatore – si sono ridotti del 6 per cento rispetto all'esercizio precedente. La flessione

risulta più accentuata per i ricavi derivanti dai servizi di intermediazione per conto della clientela e di gestione su base individuale, che risentono della riduzione dei volumi operativi e delle masse gestite (passate da 38 a 24 miliardi di euro); sulla dinamica ha inciso il trasferimento dell'operatività di alcune SIM ad altre componenti dei gruppi di appartenenza.

La maggiore incidenza di SIM con redditività negativa (il 69 per cento, per una perdita complessiva di 78 milioni di euro) si registra nel comparto della distribuzione attraverso promotori finanziari; si tratta in prevalenza di intermediari appartenenti a gruppi assicurativi e bancari che risentono degli oneri di impianto e sviluppo delle reti di promotori.

I costi operativi denotano una flessione del 15 per cento rispetto al 2002, principalmente nella componente dei costi del personale. Il numero dei dipendenti si è ridotto da 4.300 a 3.500; quello dei promotori finanziari è invece aumentato (da 6.500 a 8.900 unità), per effetto di trasferimenti all'interno di gruppi bancari e assicurativi.

Patrimonio e requisiti. – Alla fine del 2003 il patrimonio di vigilanza delle SIM ammontava nel complesso a 1.400 milioni di euro (1.500 milioni nel 2002). I requisiti patrimoniali, pari al maggiore importo fra la copertura richiesta a fronte dei rischi di mercato e di credito e il requisito "altri rischi" (pari al 25 per cento dei costi operativi fissi iscritti nel bilancio dell'ultimo esercizio), ammontavano a 700 milioni di euro (530 milioni nel 2002; tav. aE12).

L'incremento dei requisiti a fronte dei rischi di mercato è riferibile all'attività di negoziazione in conto proprio del principale intermediario del settore, soggetto in prevalenza al rischio generico su titoli di debito e a quello di controparte per le operazioni concluse fuori dai mercati regolamentati.

La copertura per gli "altri rischi", diminuita del 16 per cento, risulta rilevante per la maggior parte degli intermediari (90 per cento), tra i quali figura anche gran parte delle società autorizzate ai servizi di negoziazione in conto proprio, generalmente caratterizzate da limitati volumi operativi e dall'assunzione di contenute posizioni in titoli.

Alla fine dell'anno erano 13 le società che non rispettavano i requisiti richiesti, in prevalenza a causa delle perdite di esercizio.

Le società finanziarie

Il rischio di credito. – Al 31 dicembre del 2003 gli impieghi lordi delle finanziarie dell'elenco speciale, escluse le società veicolo per la cartolarizzazione, erano pari a 110 miliardi di euro, con un tasso di crescita del 4,5 per cento.

*Nel corso dell'anno le società finanziarie hanno effettuato 9 operazioni di cartolarizzazione di crediti in bonis ai sensi della legge 130/99 per un ammontare complessivo di 5,6 miliardi di euro. Finanziamenti per ulteriori 8,5 miliardi di euro sono stati ceduti in operazioni rotative (*revolving*) avviate nei passati esercizi.*

Come già avvenuto nel 2002, la crescita degli impieghi, incluse le sofferenze, è stata contenuta, in particolare nelle forme di finanziamento diverse da quelle destinate a famiglie consumatrici.

L'ammontare dei crediti di leasing è rimasto sostanzialmente stabile rispetto al 2002: tale tendenza è connessa sia con il clima di incertezza che ha caratterizzato nell'anno le decisioni di investimento delle imprese, sia con il venir meno degli incentivi fiscali di cui alla legge 18 ottobre 2001, n.383.

È continuato l'andamento flettente del factoring, da collegare anche alla non favorevole congiuntura economica: gli anticipi per factoring si sono ridotti del 3 per cento e il flusso di crediti acquistati nell'anno è diminuito del 2,2 per cento.

In un contesto in cui aumenta la propensione all'indebitamento delle famiglie, il credito al consumo ha fatto registrare tassi di crescita significativi. Le erogazioni hanno mostrato nell'anno un aumento del 18,7 per cento, grazie in particolare ai prestiti personali e ai finanziamenti per l'acquisto di mezzi di trasporto (settore che rappresenta la metà dell'intero mercato).

La qualità del credito erogato dalle società dell'elenco speciale ha subito, nel complesso, un deterioramento, accentuatosi nella seconda parte dell'anno. Alla fine del 2003 i crediti in sofferenza al lordo delle svalutazioni erano pari a 3.200 milioni di euro: la loro incidenza sugli impieghi complessivi è aumentata al 2,9 per cento, un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente (tav. E17). Conseguentemente, gli intermediari hanno provveduto a innalzare le percentuali di svalutazione del portafoglio crediti (dall'1,9 al 2,3 per cento).

Tav. E17

SOCIETÀ FINANZIARIE: QUALITÀ DEL CREDITO

(milioni di euro)

Anni	Sofferenze		Crediti scaduti (1)		Impieghi		Nuove sofferenze (3)	Nuove sofferenze/ Impieghi vivi (4)
	Lorde	Nette (2)	Lordi	Netti (2)	Lordi	Netti (2)		
2001	2.088	1.010	5.858	5.576	100.166	98.079	1.022	1,2
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

(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.

L'andamento negativo della qualità del credito ha riguardato in misura maggiore il factoring e il credito al consumo, dove l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi è aumentata rispettivamente dall'1,6 al 2,6 per cento e dal 2,8 al 3,7 per cento.

Nel 2003 le nuove posizioni classificate in sofferenza rappresentavano il 2,8 per cento degli impieghi vivi in essere alla fine dell'esercizio precedente; l'indicatore risultava particolarmente elevato nel factoring (3,5 per cento).

La crisi del gruppo Parmalat ha concorso alla crescita dei crediti in sofferenza delle società finanziarie: gli indici di stock e di flusso, per effetto delle esposizioni della specie, sono aumentati di circa mezzo punto percentuale.

Il grado di concentrazione del portafoglio crediti degli intermediari si è ridotto. Nel biennio 2002-03 le società finanziarie hanno proceduto a diversificare la clientela affidata entrando in aree territoriali diverse da quelle già servite, in particolare nel Nord Est e nel Mezzogiorno. Inoltre, gli interventi della Vigilanza hanno consentito di ottenere una riduzione del numero di intermediari, prevalentemente società di leasing, aventi singole posizioni eccedenti il limite del 60 per cento del patrimonio stabilito dalla normativa sui grandi rischi; l'ammontare delle relative eccedenze si è più che dimezzato (tav. E18).

Tav. E18

SOCIETÀ FINANZIARIE: CONCENTRAZIONE DEI RISCHI

(milioni di euro)

Anni	Ammontare grandi rischi	Numero grandi rischi	Ammontare eccedenze	Numero posizioni eccedenti	Società con posizioni eccedenti
2001	9.593	677	938	43	31
2002	8.191	621	1.147	34	24
2003	7.146	587	496	30	14

La redditività. – Nel 2003 i risultati economici delle società finanziarie hanno registrato un utile di bilancio pari a 340 milioni di euro, quasi la metà di quello del 2002; più contenuta è stata, invece la riduzione della capacità di reddito ricostruita secondo i criteri di Vigilanza (-11 per cento; tav. aE14).

Il margine d'interesse è aumentato del 15,4 per cento: la diminuzione dell'1,6 per cento degli interessi attivi, connessa con la ridotta espansione dei volumi operativi, è stata più che compensata dal contenimento dei costi della provvista.

Nel biennio 2002-03 gli intermediari, oltre a cartolarizzare significative quote dei propri crediti, hanno perseguito un allungamento delle scadenze dell'indebitamento verso banche. Inoltre, le società facenti parte di conglomerati bancari o industriali hanno fatto crescente ricorso a forme di provvista infragruppo (nel biennio l'incidenza delle stesse è cresciuta dal 47 al 57 per cento del passivo di bilancio).

Il margine di intermediazione, sebbene in crescita del 3,2 per cento, ha registrato una flessione dei ricavi da servizi e dei dividendi su partecipazioni. I costi operativi sono aumentati dell'11,2 per cento, in relazione soprattutto alla crescita delle spese per il personale. Rispetto al 2002, l'organico delle società dell'elenco speciale è aumentato in media del 3,8 per cento.

Nell'anno l'incidenza delle perdite sugli impieghi è aumentata dall'1 all'1,2 per cento; per le società di factoring il rapporto è passato dallo 0,8 all'1,3 per cento.

L'adeguatezza patrimoniale. – Alla fine del 2003 il patrimonio di vigilanza delle società finanziarie era pari a 8.850 milioni di euro, in crescita del 2,8 per cento rispetto all'anno precedente, nonostante che 22 intermediari abbiano chiuso l'esercizio in perdita, erodendo in metà dei casi i mezzi propri in misura significativa.

Alla fine del 2003 il rapporto tra patrimonio e attivo ponderato per il rischio per le società esercenti attività di leasing, factoring e credito al consumo era pari al 6,3 per cento, in aumento rispetto all'anno precedente. Nel factoring il rapporto è aumentato dal 7,5 all'8,4 per cento, in relazione alla perdurante riduzione dei volumi di crediti erogati.

Come osservato negli anni precedenti, a dicembre del 2003 l'incidenza della posizione netta aperta in cambi e dei contratti derivati diversi da quelli di copertura si è mantenuta su valori in media contenuti (rispettivamente, 6 e 4 per cento del patrimonio di vigilanza).

I CONTROLLI

Criteri e modalità di esercizio dei controlli di vigilanza

L'attività di supervisione svolta dalla Banca d'Italia è volta ad assicurare la sana e prudente gestione degli intermediari vigilati – banche, società finanziarie, di gestione del risparmio, di intermediazione mobiliare – e la stabilità, l'efficienza e la competitività del sistema finanziario nel suo complesso. L'azione della Banca d'Italia è diretta, in primo luogo, alla piena osservanza della normativa da parte dei soggetti vigilati e si ispira a criteri desunti dal disposto legislativo, dalle norme comunitarie e da principi condivisi dalla comunità internazionale.

Un sistema finanziario solido ed efficiente è essenziale per la funzionalità dell'intera economia e avvantaggia tutti gli utenti dei servizi finanziari: risparmiatori, investitori, azionisti, soggetti finanziati.

Il carattere imprenditoriale dell'attività bancaria e finanziaria impone il rispetto dell'autonomia degli intermediari nella definizione delle politiche aziendali e nell'assunzione delle singole decisioni, soprattutto di quelle relative al finanziamento della clientela.

La tutela della stabilità viene perseguita richiedendo ai soggetti vigilati presìdi patrimoniali commisurati ai rischi assunti e appropriate strutture organizzative.

Gli assetti organizzativi devono consentire ai vertici aziendali – per le responsabilità connesse con i compiti di direzione e amministrazione – di avere un'informazione tempestiva e completa sull'attività svolta. È essenziale, in tale ambito, la presenza di un efficace sistema di identificazione, misurazione e riscontro delle diverse tipologie di rischio.

In particolare, il sistema dei controlli interni (strutture, regole, procedure) deve assicurare l'efficacia e l'efficienza dei processi, la salvaguardia del valore aziendale, l'affidabilità e l'integrità delle informazioni contabili e gestionali, la conformità delle operazioni aziendali con la legge, la normativa di vigilanza, i regolamenti e le procedure interne.

Per i soggetti operanti nel settore dell'intermediazione mobiliare sono previste anche regole organizzative a garanzia della separazione amministrativo - contabile tra i valori propri e quelli di pertinenza dei singoli clienti.

L'esame dei profili tecnici e degli assetti organizzativi degli intermediari si articola nei controlli cartolari e in quelli ispettivi. Essi concorrono alla valutazione, complessiva, della situazione aziendale. Su di essa si fonda, quando necessario, l'adozione di provvedimenti e di interventi di natura correttiva.

I controlli cartolari vengono svolti sistematicamente. Si basano sulle informazioni e sui documenti acquisiti dalla Vigilanza attraverso le segnalazioni statistiche e le audizioni degli esponenti aziendali. Gli accertamenti ispettivi – espletati secondo piani periodici e sulla base delle esigenze emerse dall'analisi cartolare – sono diretti a verificare la qualità e la correttezza delle informazioni e dei dati forniti sui quali si fondano le valutazioni cartolari e a integrare queste ultime attraverso un esame più approfondito dei profili organizzativi dell'attività svolta dagli intermediari.

La supervisione a distanza viene condotta secondo procedure consolidate, che prevedono, a cadenze stabilite, la verifica del rispetto delle norme prudenziali, l'analisi dei principali aggregati economico-patrimoniali, la valutazione dei fondamentali aspetti tecnici (situazione patrimoniale, redditività, rischiosità, liquidità, organizzazione). Gli analisti formulano un giudizio complessivo sugli operatori, che tiene conto delle risultanze degli accertamenti ispettivi.

Le ispezioni – distinte in generali e settoriali a seconda che riguardino la complessiva operatività dell'intermediario ovvero specifici comparti – pervengono a giudizi graduati, analoghi a quelli attribuiti mediante l'analisi cartolare. Le indagini seguono approcci di tipo tecnico-analitico ovvero organizzativo-gestionale: il primo volto a documentare e misurare situazioni di squilibrio economico-patrimoniale e ad accertare eventuali irregolarità gravi; il secondo finalizzato a valutare gli aspetti produttivi e organizzativi delle aziende in normali condizioni operative, mettendo in evidenza i punti di debolezza.

L'attività di supervisione incontra limiti conoscitivi; i dati in possesso della Vigilanza non possono esaurire il complesso di informazioni che gli intermediari acquisiscono dalla clientela. L'attività di supervisione presuppone che i dati sulla situazione patrimoniale e finanziaria degli affidati siano corretti, non inficiati da alterazioni o da manipolazioni fraudolente da parte della clientela stessa.

L'analisi degli intermediari si concentra sui rischi assunti; per il rischio di credito la valutazione è diretta a verificare la qualità complessiva e il grado di concentrazione dei prestiti. Rientrano in queste verifiche anche gli appro-

fondimenti condotti sulle operazioni di cartolarizzazione e in derivati su crediti (cfr. il capitolo: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

L'esame degli impieghi effettuato attraverso le segnalazioni di vigilanza consiste nel confrontare sia l'incidenza dei crediti anomali (sofferenze, incagli, sconfinamenti) con quella del sistema sia la classificazione di ciascun prenditore effettuata dalle singole aziende con quella operata dagli altri intermediari finanziatori. La concentrazione del portafoglio, per singoli nominativi o settori di attività economica, è controllata attraverso l'esame di indici statistici e le verifiche sul rispetto della normativa in materia.

L'analisi ispettiva dei crediti è finalizzata, da una parte, a valutare la coerenza delle scelte di portafoglio con gli orientamenti strategici, l'adeguatezza delle procedure di gestione e di controllo nonché il rispetto delle norme prudenziali; dall'altra, a misurare, con il ricorso a tecniche di campionamento, i rischi del comparto e i loro riflessi sulla situazione aziendale. Nel corso delle ispezioni vengono ripercorse le fasi della valutazione del merito di credito, della gestione degli utilizzi e del recupero, verificando la coerenza delle decisioni aziendali rispetto alle informazioni acquisite.

Per quanto concerne l'intermediazione mobiliare, l'analisi di vigilanza riguarda sia l'attività di investimento per conto proprio sia quella per conto di terzi. In quest'ambito intensa è la collaborazione con la Consob, alla quale vengono comunicate le eventuali violazioni della normativa sulla trasparenza e sulla correttezza emerse nel corso di verifiche di vigilanza. In alcuni casi, gli accertamenti sono eseguiti su specifica richiesta della Commissione, secondo le indicazioni di volta in volta dalla stessa fornite.

Con riferimento all'attività di investimento per conto proprio, l'analisi della Vigilanza si concentra sui rischi di mercato (di posizione, di regolamento, di controparte, di concentrazione, di cambio), in relazione ai quali vengono verificate l'adeguatezza delle dotazioni patrimoniali e la sussistenza dei presìdi organizzativi, specie in termini di controlli interni. Quanto ai servizi di investimento e di gestione del risparmio forniti alla clientela, le verifiche concernono, per i possibili effetti sulla stabilità aziendale, i rischi operativi e legali, derivanti da lacune negli assetti organizzativi e nelle procedure che possono pregiudicare il corretto adempimento del mandato ricevuto dai clienti, nonché quelli di reputazione, correlati alle modalità di prestazione dei servizi medesimi.

In sede ispettiva vengono esaminate le modalità di assunzione, misurazione e gestione dei rischi insiti nell'intermediazione mobiliare, con particolare attenzione all'affidabilità dei processi operativi e di rappresentazione contabile; le valutazioni sull'assetto organizzativo vengono riscontrate anche mediante verifiche su campioni mirati di operazioni.

Quando il giudizio d'assieme su un intermediario non è positivo, l'azione di vigilanza si concretizza in interventi che assumono forme e intensità calibrate in relazione alla natura e alla rilevanza delle carenze individuate (ad esempio, applicazione di requisiti patrimoniali aggiunti-

vi, divieto di intraprendere nuove operazioni, messa a punto di piani per rimuovere le inefficienze). Qualora si riscontrino rilevanti violazioni di norme, irregolarità o gravi perdite patrimoniali, gli interventi assumono contenuti di particolare rigore, fino all'amministrazione straordinaria e alla liquidazione coatta o, nel caso delle società finanziarie, alla cancellazione dall'elenco speciale.

Speciale attenzione viene dedicata all'espansione dell'operatività degli intermediari in nuovi mercati o settori.

L'insediamento degli intermediari italiani in paesi extracomunitari attraverso filiali o filiazioni è subordinato ad autorizzazione della Vigilanza, che a tal fine valuta l'esistenza nei paesi in questione di una legislazione e di un sistema di supervisione adeguati. Tale impostazione ha portato a vietare nuovi insediamenti delle banche italiane nei centri finanziari offshore che non presentavano i requisiti richiesti.

Nell'esercizio delle sue funzioni, la Vigilanza contribuisce all'elaborazione delle innovazioni regolamentari; incoraggia l'adozione da parte degli intermediari delle *best practices* diffuse in ambito internazionale; cura il perfezionamento delle tecniche di analisi e di valutazione degli intermediari per rafforzare la supervisione unitaria di gruppi sempre più articolati e, al contempo, l'esame puntuale dei rischi propri di operatori o settori di attività altamente specializzati.

I crescenti livelli di complessità operativa e di articolazione societaria e organizzativa degli intermediari hanno indotto a differenziare le analisi, pur nel rispetto dell'univocità dei criteri valutativi. Le verifiche sui gruppi minori e sulle banche non appartenenti a conglomerati, con operatività tradizionale e struttura semplificata, sono effettuate sulla base di schemi standardizzati; quelle condotte sui maggiori gruppi bancari tendono a privilegiare un'ottica di tipo consolidato. In sede ispettiva, le dimensioni e la complessità dei principali conglomerati rendono necessario il ricorso ad accertamenti settoriali, focalizzati su singole componenti dell'aggregato ovvero su definite aree di rischio.

I controlli sulle banche e sui gruppi bancari

La valutazione delle situazioni aziendali. – Le valutazioni di vigilanza effettuate nel 2003 (basate sui dati dell'esercizio 2002 e sugli elementi informativi acquisiti nel corso del primo semestre del 2003) attribuiscono alle banche giudizi favorevoli in 299 casi, intermedi in 316, sfavorevoli in 98. Si registra un'ulteriore riduzione del numero di aziende con una va-

lutazione negativa, alle quali fa capo il 7 per cento dei fondi intermediati, rispetto al 23 per cento nel 1997 (tav. aE15).

Il numero delle banche classificate come anomale si è ridotto a 98 (122 nell'anno precedente), di queste 52 appartengono al movimento cooperativo (69 nel 2002), alle quali fa capo una quota del 6,5 per cento dei fondi intermediati dalla categoria (8 per cento nel 2002).

Il continuo miglioramento delle valutazioni negli ultimi cinque anni è dovuto, da un lato, al rafforzamento degli assetti organizzativi preposti alla selezione e al controllo del credito che ha determinato progressi sul fronte della rischiosità creditizia e della redditività; dall'altro lato, all'uscita dal mercato di intermediari con situazioni finanziarie deteriorate.

Il positivo andamento dei giudizi complessivi dell'ultimo anno è dipeso da valutazioni migliori per i profili di rischiosità del credito e di adeguatezza patrimoniale; quelle relative agli assetti organizzativi, al reddito e alla liquidità sono rimaste pressoché invariate. L'ulteriore aumento dei giudizi più favorevoli relativi alla rischiosità del credito dipenderà in larga misura dagli effetti dell'andamento dell'economia sulla situazione finanziaria delle imprese; già nei mesi recenti gli indicatori di qualità degli attivi bancari hanno registrato segnali di lieve deterioramento.

Gli interventi di vigilanza. – Nel 2003 gli interventi della Vigilanza hanno avuto come principale obiettivo il rafforzamento patrimoniale dei grandi gruppi, sotto il profilo sia dell'ammontare dei mezzi propri sia della loro composizione. Particolare rilievo hanno assunto le iniziative volte a limitare la computabilità degli interessi di minoranza nell'ambito del patrimonio consolidato (cfr. il capitolo: *Il quadro normativo*).

I primi 13 gruppi bancari hanno fatto registrare progressi nel raggiungimento degli obiettivi di patrimonializzazione (cosiddetti *target ratios*) indicati dalla Vigilanza nel 2001 (6 per cento delle attività ponderate per il capitale di più elevata qualità e 10 per cento per il patrimonio complessivo). Alla fine del 2003 il coefficiente medio relativo al patrimonio di base è salito al 6,3 per cento (5,4 per cento nel 2000), mentre quello relativo al patrimonio complessivo ha raggiunto il 10,4 per cento (8,7 per cento nel 2000). I conglomerati che hanno conseguito i valori obiettivo del patrimonio di base e di quello complessivo sono rispettivamente 8 e 6 (7 e 6 nel 2002); i gruppi ai quali si applicano i *target ratios* sono passati nell'anno da 14 a 13 per effetto della fusione tra due di essi.

Per quanto concerne il sistema bancario nel suo complesso, gli interventi sui vari profili tecnici hanno riguardato 450 banche. Sono stati effettuati 456 incontri con esponenti aziendali, 225 dei quali presso l'Amministrazione

Centrale e 231 presso le Filiali. I richiami formalizzati con lettera per segnalare osservazioni relative a uno o più profili aziendali sono stati in totale 403 (tav. aE16), di cui 92 diretti a banche caratterizzate da anomalie.

Alla fine del 2003 erano 87 le aziende (84 alla fine del 2002), in prevalenza di piccola dimensione, assoggettate a requisiti patrimoniali superiori a quello minimo dell'8 per cento, in considerazione di profili di rischio creditizio particolarmente accentuati e di una situazione tecnica complessivamente insoddisfacente.

Sono state oggetto di approfondimento le iniziative organizzative intraprese dagli intermediari riguardanti i sistemi di governo aziendale e di controllo interno dei rischi. Particolarmente intenso è stato il confronto con gli intermediari sulle procedure di selezione e gestione dei rischi di credito e di mercato.

Anche nella prospettiva dell'adozione dei sistemi di rating interni previsti dal nuovo Accordo sul capitale, sono stati effettuati incontri con esponenti bancari, volti a valutare le iniziative assunte da 13 grandi gruppi creditizi (cfr. il capitolo: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Sul fronte dei rischi di mercato, prosegue l'attività di convalida dei modelli interni predisposti dalle banche per il calcolo dei requisiti patrimoniali. Nel corso del 2003 è stata effettuata la convalida del modello interno di un intermediario appartenente a uno dei maggiori gruppi bancari italiani – che si aggiunge a quella, già effettuata in passato, per un altro grande gruppo – e sono state avviate le procedure relative ad altre due banche.

Con riferimento ai rischi operativi, la Vigilanza è impegnata in un confronto con gli operatori sulle scelte in corso di definizione in sede di Comitato di Basilea e di Unione europea. Vengono seguiti con costante attenzione i lavori avviati da alcuni gruppi bancari per la predisposizione di sistemi avanzati di misurazione.

Nel giugno 2003 è entrato a regime il sistema DIPO (Database italiano sulle perdite operative), che raccoglie presso l'ABI le segnalazioni delle 30 principali banche italiane in materia di eventi dannosi; ciò consentirà un significativo miglioramento nella comprensione delle dinamiche operative che determinano le perdite e costituirà un forte incentivo – anche per quei partecipanti alla rilevazione che non adotteranno sistemi avanzati – all'applicazione di più efficaci sistemi di controllo dei rischi operativi.

Particolare impegno è stato dedicato alle tematiche relative alla continuità operativa. Si è manifestata la necessità, anche sulla scorta delle esperienze maturate in ambito internazionale a seguito degli eventi del set-

tembre del 2001, di rafforzare gli standard richiesti agli operatori. Si afferma l'orientamento secondo cui le iniziative volte a garantire la continuità operativa non devono riguardare solo i sistemi informativi, ma anche altri fattori che possono incidere sull'attività aziendale (ad esempio, predisposizione di procedure di emergenza riguardanti l'utilizzo e la reperibilità di risorse umane, accesso agli immobili, utilizzo di processi operativi diversi da quelli standard); si ritiene che, a presidio dei profili di rischio sistemico, gli intermediari di maggiore dimensione debbano dotarsi di sistemi e procedure più rigorosi degli altri operatori nell'accesso ai mercati finanziari e nei principali comparti del sistema dei pagamenti.

Sono proseguiti gli incontri avviati nell'anno precedente con i maggiori intermediari e i principali *outsourcers* per verificare la qualità dei piani di emergenza: nel biennio 2002-03 sono stati organizzati incontri con 20 banche e con 6 fornitori. L'esame dei livelli di servizio forniti dagli *outsourcers*, segnatamente di quelli delle banche di minore dimensione, ha comportato interventi finalizzati a rimuovere le più significative carenze riscontrate; gli intermediari e alcuni fornitori di servizi sono stati fermamente sensibilizzati ad adottare adeguate procedure di *disaster recovery*, in grado di assicurare la continuità dell'operatività aziendale.

I controlli sulle società di gestione del risparmio e sulle società di intermediazione mobiliare

L'analisi delle situazioni aziendali. – In una situazione caratterizzata da condizioni di incertezza sui mercati finanziari, le valutazioni attribuite nel 2003 dalla Vigilanza agli intermediari in valori mobiliari non sono sostanzialmente mutate rispetto all'anno precedente; per un ampio numero di operatori persistono difficoltà reddituali.

Le società caratterizzate da una situazione anomala sono diminuite da 54 a 41 (32 SIM e 9 SGR), principalmente per effetto della uscita dal mercato di 9 SIM connotate, nell'anno precedente, da marcati squilibri tecnico-organizzativi. Le SIM anomale rappresentano il 14 per cento dei ricavi lordi del comparto (11 per cento nel 2002); rimane marginale l'incidenza dei patrimoni gestiti dalle SGR della specie (0,17 per cento).

I principali fattori di anomalia riscontrati sono ascrivibili alla modesta crescita dei volumi operativi, sovente connessa con la carente definizione delle strategie di sviluppo, che non ha consentito di raggiungere condizioni di equilibrio economico; a essa si sono spesso accompagnate debolezze organizzative dovute all'inadeguatezza dei controlli e dei sistemi informativi.

Agli intermediari anomali si aggiungono 25 operatori (29 nel 2002) per i quali si è manifestata l'esigenza di interventi volti a prevenire il deterioramento delle situazioni tecniche.

Le SGR con punteggi sfavorevoli sono in prevalenza società di recente costituzione, i cui obiettivi di raccolta sono stati penalizzati dall'andamento dei mercati finanziari registrato nell'ultimo biennio; in due casi, constatata l'impossibilità di realizzare i piani di sviluppo programmati al momento dell'iscrizione all'albo, gli intermediari hanno avviato la liquidazione dei fondi.

Le società di gestione di maggiore dimensione hanno mantenuto quote di mercato in grado di assicurare condizioni di equilibrio sia economico, sia patrimoniale.

Gli interventi di vigilanza. – Nel 2003 sono stati realizzati 241 interventi (108 lettere e 133 audizioni) nei confronti di 157 intermediari, di cui 81 SIM e 76 SGR. La stretta integrazione tra l'Amministrazione Centrale e le Filiali nello svolgimento delle analisi ha assicurato efficacia e continuità all'azione della Vigilanza, intensificatasi nell'ultimo biennio.

I richiami formali hanno interessato in prevalenza le SIM operative nella negoziazione per conto terzi, nel collocamento e nella gestione di patrimoni, le quali sono state sollecitate ad assumere misure di risanamento per conferire all'organizzazione aziendale condizioni di affidabilità ed efficienza operativa. Sono stati richiesti interventi di ricapitalizzazione per ripianare le perdite accumulate e per finanziare gli investimenti necessari al rafforzamento delle strutture produttive e di controllo.

Nel 2003 si è conclusa la prima procedura finalizzata al riconoscimento del modello interno utilizzato da una SIM per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte dei rischi finanziari del portafoglio di negoziazione.

Gli interventi sulle SGR hanno riguardato, nella maggioranza dei casi, profili di debolezza relativi alla ridotta formalizzazione dei processi decisionali e delle procedure interne, all'inadeguatezza dei sistemi informativi, alla carente qualità dei servizi offerti dagli *outsourcers*. Le società di minore dimensione sono state invitate a valutare i riflessi del modesto sviluppo dei patrimoni gestiti sull'insoddisfacente dinamica reddituale e, nel lungo periodo, sulla stessa stabilità aziendale.

La Vigilanza ha continuato a porre attenzione sempre maggiore all'efficacia delle procedure di valorizzazione delle quote e al rispetto dei limiti agli investimenti previsti dalla normativa sui fondi comuni, sollecitando gli intermediari ad adottare soluzioni organizzative che assicurino la costante osservanza delle disposizioni in materia.

Alcune società specializzate nella gestione di fondi di fondi speculativi, che si avvalgono di advisors *esterni per la selezione degli OICR oggetto di investimento, sono state invitate a dotarsi di adeguate risorse in grado di valutare autonomamente le proposte avanzate dai consulenti e di controllare con tempestività l'andamento degli investimenti effettuati.*

Nelle corso delle audizioni di SIM e di SGR sono stati condotti approfondimenti sull'assetto organizzativo e sui sistemi di controllo degli intermediari caratterizzati da maggiore complessità operativa o da un rilevante ricorso all'esternalizzazione delle principali funzioni aziendali.

I controlli sulle società finanziarie

L'analisi delle situazioni aziendali. – Per gli intermediari iscritti nell'elenco speciale è proseguita nel 2003 l'estensione dei modelli di analisi alle società attive in comparti diversi da quelli del leasing, factoring e credito al consumo. Specifici approfondimenti sono stati condotti su intermediari finanziari con operatività peculiare.

È stata effettuata un'indagine nel comparto delle società a partecipazione pubblica, la cui attività di sostegno finanziario finalizzato allo sviluppo economico del territorio è in crescita a seguito dell'ingresso di intermediari attivi in ambito nazionale. Data la netta prevalenza dell'attività svolta nella forma di servizi di istruttoria, è emerso che i rischi sono prevalentemente di tipo operativo, connessi con la complessità regolamentare dei mandati alla gestione dei fondi pubblici in amministrazione. Alla fine del 2003, le risorse pubbliche amministrate dai citati intermediari erano pari a 2,6 miliardi di euro, di cui l'87 per cento per attività di servizio.

Per la Infrastrutture spa è in fase di definizione una specifica disciplina di vigilanza idonea a coglierne le peculiarità operative.

Con riferimento al settore della cartolarizzazione, la vigilanza sui *servicers* ha riguardato la verifica del costante presidio dei movimenti concernenti il patrimonio cartolarizzato; quella sulle società veicolo si è incentrata sugli aspetti connessi con l'impianto e l'ordinato svolgimento delle operazioni di cartolarizzazione nonché sul rispetto delle disposizioni di bilancio.

Nel corso del 2003 è stata definita, anche con il contributo delle associazioni di categoria, la complessiva revisione delle segnalazioni statistiche. Le innovazioni, che entreranno in vigore dal giugno 2004, si sono rese necessarie per adeguare i dati statistici ai mutati scenari operativi e ai più ampi fabbisogni informativi della Vigilanza.

La situazione aziendale risulta soddisfacente per un numero di intermediari (28) pressoché invariato rispetto al 2002. Le società con una situazione aziendale complessiva caratterizzata da elementi di anomalia, pur in aumento da 30 a 36 rispetto all'anno precedente, rappresentano in termini di attivo una più contenuta quota del totale (13,4 per cento, rispetto al 21 dell'anno precedente) a seguito della migliorata situazione tecnica di alcuni operatori di dimensione medio-grande.

Particolare attenzione è riservata agli intermediari, diversi da quelli anomali, compresi nella fascia intermedia di valutazione in cui risulta crescente il grado di problematicità; nel corso dell'anno per 12 società di tale fascia, rappresentative del 9,5 per cento dell'attivo degli intermediari iscritti nell'elenco, è stata rilevata l'esigenza di un adeguamento degli assetti organizzativi, anche al fine di prevenire il deterioramento della qualità dei crediti (3 società, corrispondenti al 2 per cento dell'attivo, nel 2002).

Nel comparto del leasing, in media gli intermediari presentano aspetti di criticità per la redditività in calo e per carenze nell'assetto organizzativo. Il settore del factoring ha registrato un andamento relativamente più favorevole; taluni intermediari, peraltro, hanno fortemente risentito delle recenti crisi di alcuni operatori del settore agroalimentare. In miglioramento risulta la valutazione complessiva delle società di credito al consumo.

Specifica attenzione è stata rivolta, nel corso del 2003, alla valutazione dell'attività di revisione interna e dei meccanismi di governo delle funzioni aziendali esternalizzate.

Approfondimenti condotti sull'esternalizzazione della funzione di internal auditing *hanno rilevato che le società appartenenti a gruppi bancari – diverse da quelle attive in comparti altamente specialistici – sovente si affidano a unità del proprio conglomerato, sia per contenere i costi sia per esigenze di uniformità dei controlli di gruppo. Le società indipendenti, specie quelle di minori dimensioni, fanno maggiormente ricorso a società esterne che offrono anche servizi di consulenza aziendale.*

Gli interventi di vigilanza. – Nel 2003 sono stati effettuati 149 interventi, che hanno riguardato un numero pressoché corrispondente di società finanziarie (gli intermediari interessati nell'anno precedente erano 101); sono stati attuati in misura prevalente mediante audizioni degli esponenti aziendali (91).

Taluni interventi sono stati mirati a sollecitare una più completa formalizzazione dei processi aziendali, un corretto contraddittorio tra le funzioni interne e, per le società appartenenti a gruppi bancari, una maggiore integrazione.

Nell'ultimo triennio particolare impulso è stato dato agli incontri settoriali in materia organizzativa concernenti l'area della gestione dei rischi e dei controlli interni. Gli approfondimenti, che hanno interessato quasi la generalità delle società, hanno assunto carattere di sistematicità per gli intermediari che hanno iniziato a operare.

Lettere di richiamo (58) hanno riguardato in maggior misura la qualità del portafoglio crediti e l'assetto organizzativo.

Interventi formali hanno riguardato anche le modalità di esternalizzazione della funzione di revisione interna nei casi in cui i relativi contratti non sono risultati in linea con i principi dettati dalla normativa. A seguito di accertamenti ispettivi le cui risultanze denotavano una situazione aziendale problematica sono stati interessati 5 intermediari.

L'emergere di rilevanti anomalie nelle situazioni tecniche e negli assetti gestionali ha richiesto l'adozione di provvedimenti di carattere straordinario nei confronti di 3 intermediari operanti nel rilascio di garanzie.

Nel corso dell'anno è stato avviato, ai sensi dell'art. 111 del Testo unico bancario, il procedimento per la cancellazione dall'elenco speciale - con il contestuale divieto di intraprendere nuove operazioni - nei confronti di due intermediari; la relativa istruttoria si è conclusa con l'emanazione dei provvedimenti di cancellazione, uno dei quali è stato adottato nei primi mesi del 2004. Si è concluso con la cancellazione un procedimento avviato nel 2002.

Le ispezioni

Profili evolutivi. – L'esigenza di assicurare l'assidua e intensa attività ispettiva sugli intermediari è stata, tra l'altro, perseguita attraverso l'opera di costante adeguamento dei metodi di programmazione e di conduzione delle ispezioni.

Il maggiore utilizzo di approcci differenziati – estesi all'intera operatività aziendale o focalizzati su una parte di essa, a seconda della complessità dei soggetti vigilati – ha consentito di rendere gli accertamenti più frequenti e mirati, per ciascuna categoria dimensionale di banche. È stato così possibile, nel corso del 2003, verificare unità organizzative o aree di rischio rilevanti di 6 tra i primi 10 gruppi bancari. Nel periodo 1998-2003, la frequenza media delle ispezioni presso tali soggetti è stata di tre anni. Nei confronti della generalità delle aziende ispezionate, sono stati ridotti la durata media delle verifiche – pari a 47 giorni lavorativi nel 2003 rispetto ai 54 dell'anno precedente – e i tempi delle connesse fasi amministrative.

L'attività. – Nel corso del 2003 sono state disposte 217 ispezioni (196 l'anno precedente), delle quali 137 effettuate dalle Filiali.

Gli accertamenti hanno riguardato 184 banche (175 nel 2002), con fondi intermediati complessivamente pari al 22,3 per cento di quelli del sistema (15,6 nel 2002). In particolare, sono state eseguite 176 ispezioni generali e 8 settoriali, 3 delle quali hanno riguardato il comparto degli impieghi di banche di grandi dimensioni. Nell'ambito delle azioni connesse con la crisi del gruppo Cirio, la Consob – ai sensi dell'articolo 10, comma secondo, del Testo unico della finanza – ha chiesto alla Banca d'Italia di verificare presso quattro banche il rispetto della normativa sulla correttezza e sulla trasparenza nel collocamento e nella negoziazione di titoli obbligazionari con la clientela.

Le valutazioni di sintesi delle ispezioni generali (tav. E19), favorevoli per circa la metà dei casi e parzialmente favorevoli per un terzo, sono migliorate rispetto all'anno precedente, quando i giudizi erano concentrati sulla fascia intermedia. Gli accertamenti di carattere settoriale hanno dato luogo, per la quasi totalità, a valutazioni parzialmente favorevoli.

Tav. E19

ISPEZIONI GENERALI NEI CONFRONTI DELLE BANCHE NEL 2003
(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	57	18	9	84		15	69
Parzialmente favorevoli	31	14	20	65	1	17	47
Sfavorevoli.....	12	5	10	27		9	18
Totale....	**100**	**37**	**39**	**176**	**1**	**41**	**134**

Nel periodo 2001-03 sono stati disposti accertamenti presso 537 banche, che rappresentano il 59 per cento dei fondi intermediati dal sistema, rispetto al 50 per cento del triennio 1998-2000. Dal confronto tra le ispezioni generali disposte nei due periodi emerge un miglioramento dei giudizi: le valutazioni sfavorevoli – prevalentemente riconducibili alle procedure di erogazione del credito – si sono ridotte dal 4,1 al 2,8 per cento dei fondi intermediati dal sistema.

Le verifiche condotte nel 2003 hanno posto in luce il diffuso ricorso, in risposta alle sollecitazioni del mercato, a politiche di riposizionamento strategico, favorite, in diversi casi, dal rafforzamento patrimoniale.

Le banche di grande dimensione ispezionate hanno messo in evidenza strategie volte ad accrescere la diversificazione del portafoglio crediti, per aree geografiche o segmenti di clientela. La migliore qualità del credito è stata anche perseguita razionalizzando le procedure di concessione e di monitoraggio. In alcuni casi, sono state accentrate le decisioni di affidamento; in altri, è stato ridefinito il rapporto tra funzioni creditizie e commerciali, bilanciando le esigenze di contenimento del rischio con quelle di sviluppo degli affari. Sono state inoltre osservate iniziative per migliorare i sistemi informativi, il cui grado di efficienza e di integrazione risente dei processi di riorganizzazione in atto, ripercuotendosi, talvolta, sull'adeguatezza dell'informativa ricevuta dagli organi amministrativi nonché sulla funzionalità delle procedure di controllo degli utilizzi.

È altresì emerso che alcune tra le principali banche adottano, nella gestione complessiva del portafoglio, metodi di allocazione del capitale e di controllo coerenti con i principi a cui si ispira il nuovo Accordo sul capitale. Altri intermediari di analoghe dimensioni sono impegnati nell'approntamento di modelli evoluti e nell'adeguamento delle basi informative, con positivi effetti sui livelli di dialettica e di consapevolezza dei processi decisionali.

Dagli accertamenti presso banche appartenenti a gruppi grandi e medi emergono situazioni differenziate. L'efficacia di aggregazioni di tipo "federale" è apparsa direttamente correlata con la capacità delle società controllate di sfruttare proficuamente – grazie alla qualità degli assetti organizzativi e manageriali nonché alle caratteristiche dei mercati di insediamento – l'ampio grado di autonomia gestionale assicurato dal modello. Tra i gruppi connotati da accentramento decisionale, alcuni di media dimensione hanno mostrato rapidità e incisività nell'ottenere recuperi di efficienza delle aziende partecipate.

Anche gli accertamenti presso intermediari autonomi, di dimensione media e piccola, hanno posto in luce condizioni diversificate, correlate con lo stato dell'organizzazione e con i ritmi impressi ai processi di crescita. Soddisfacenti risultati sono stati conseguiti da soggetti che, ben radicati sul territorio e caratterizzati da stabili assetti proprietari, hanno attuato politiche di aggregazione graduali, agevolate dalla qualità delle procedure operative e dei sistemi informativi. Intermediari che, non dotati di assetti organizzativi adeguati, hanno puntato su rapide espansioni al di fuori del tradizionale ambito di operatività hanno invece, in alcuni casi, intaccato i margini reddituali e, in altri, sono incorsi in irregolarità amministrative.

Le ispezioni effettuate presso banche specializzate hanno fatto emergere elementi di debolezza nella percezione e nel contenimento dei rischi operativi e di reputazione. In particolare, intermediari operanti attraverso reti di promotori hanno privilegiato – in un contesto di mercato particolarmente difficile – le esigenze commerciali, relegando in

secondo piano la realizzazione di adeguati sistemi di controllo, a distanza e in loco. Problematiche simili sono emerse presso alcune banche attive nei servizi di investimento, le cui iniziative, volte ad acquisire maggiori quote di mercato, hanno finito con l'intaccare – in assenza di adeguati presìdi – l'immagine aziendale e l'equilibrio economico.

Con riguardo alle banche di credito cooperativo, i giudizi sfavorevoli hanno riguardato prevalentemente aziende di dimensione minima, spesso di recente costituzione e operanti in mercati caratterizzati da scarsa dinamicità o, all'opposto, fortemente concorrenziali. Questi intermediari hanno attivato, in un contesto di debolezza dei controlli, politiche di forte sviluppo degli impieghi, il cui rapido deterioramento ha causato – talvolta per effetto di arbitrarie iniziative dei vertici aziendali – gravi deficit patrimoniali ed economici. Si sono altresì riscontrati casi in cui la situazione delle banche è risultata compromessa dall'investimento in titoli ad alto rischio, sottoscritti in assenza di adeguate strutture dedicate per l'assunzione e gestione dei rischi di mercato.

Gli accertamenti presso intermediari non bancari hanno riguardato 10 SIM, 4 SGR, 19 società finanziarie (i corrispondenti dati del 2002 sono pari, rispettivamente, a 8, 2 e 11). Sono state inoltre disposte 5 ispezioni per verificare l'esercizio delle funzioni di banca depositaria.

Presso alcune SIM di piccola dimensione, caratterizzate da incertezze strategiche e fragili strutture proprietarie, sono state riscontrate debolezze organizzative e modeste potenzialità di sviluppo. Le altre SIM ispezionate sono risultate in possesso di una adeguata dotazione patrimoniale e di sufficienti strutture, pur se lacunosa è apparsa la formalizzazione delle procedure.

Le ispezioni alle SGR hanno riguardato intermediari di differente dimensione e specializzazione, attivi anche sul mercato dei fondi speculativi. In generale sono state osservate condizioni organizzative suscettibili di miglioramento nei settori informativo-contabile e dei riscontri interni. Iniziative di razionalizzazione operativa sono in corso presso le relative banche depositarie.

È stato dato significativo impulso alle verifiche nei confronti degli intermediari finanziari ex art. 107 del Testo unico bancario, anche grazie all'apporto di autonome ispezioni delle Filiali della Banca. Le aziende maggiormente interessate da giudizi negativi continuano ad essere quelle attive nei comparti del rilascio di fideiussioni e della locazione finanziaria. Migliori risultati hanno evidenziato le società operanti nei settori del credito al consumo e del factoring, specie quelle appartenenti a gruppi bancari.

Le procedure straordinarie e altre procedure speciali

Le procedure di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa di banche. – Nel 2003 sono state avviate 6 procedure di amministrazione straordinaria, riguardanti banche appartenenti al movimento cooperativo. Esse presentavano situazioni di irregolarità gestionale riguardanti i comparti dell'intermediazione creditizia o finanziaria e, nella

maggior parte dei casi, perdite patrimoniali di elevato ammontare (tav. aE17).

Si sono concluse 8 procedure di amministrazione straordinaria. Oltre a 2 banche di credito cooperativo poste in liquidazione coatta amministrativa (BCC di Cervino e Durazzano e BCC del Tirreno-San Ferdinando), le cessazioni sono avvenute, per la BCC di Segni, con l'incorporazione da parte di un altro istituto della categoria, agevolata dal contributo del Fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo; per la Cassa di Risparmio di Volterra e le BCC di Castel Goffredo, di Pistoia, di Spello e Bettona e degli Ulivi, con la restituzione alla gestione ordinaria a seguito della regolarizzazione operativa e organizzativa realizzata dagli organi straordinari. Le 4 banche di credito cooperativo restituite alla gestione ordinaria hanno beneficiato di interventi patrimoniali realizzati di concerto con gli organismi di categoria e con il sostegno del predetto Fondo di garanzia, che ha prestato fideiussione a fronte delle passività subordinate emesse dalle consorziate, riservandosi poteri di controllo gestionale e di parere sugli organi aziendali.

Alla fine del 2003 le amministrazioni straordinarie in corso erano 6, tutte concernenti banche di credito cooperativo; di esse, 2 hanno trovato conclusione all'inizio di quest'anno, in un caso, con la liquidazione coatta amministrativa, nell'altro, con la restituzione alla gestione ordinaria, conseguente a interventi di riorganizzazione e di rafforzamento patrimoniale analoghi a quelli sopra richiamati.

Nel 2003 sono state avviate 3 procedure di liquidazione coatta amministrativa, riguardanti banche di credito cooperativo, 2 delle quali assoggettate in precedenza ad amministrazione straordinaria (tav. aE18). Per tutte si è reso possibile procedere alla cessione delle attività e delle passività aziendali in favore di altre BCC e di una banca popolare.

Tenuto conto della conclusione della procedura di liquidazione coatta amministrativa di una banca di credito cooperativo, al 31 dicembre del 2003 risultavano in essere 23 procedure liquidatorie (21 alla fine del 2002); di esse una è da considerare sostanzialmente esaurita (BCC Agri-Sauro), essendo stato autorizzato dalla Banca d'Italia il deposito del bilancio finale di liquidazione.

La Liquidazione coatta amministrativa della Sicilcassa ha proseguito l'attività di recupero dei crediti esclusi dalla cessione delle attività e delle passività a suo tempo effettuata in favore del Banco di Sicilia; dati i tempi delle procedure giudiziarie, sono state privilegiate soluzioni di tipo transattivo.

Ha avuto esecuzione, con l'introito di oltre 170 milioni di euro, la parte più rilevante del complesso accordo stipulato nell'anno precedente per la sistemazione della maggiore esposizione della Sicilcassa nei confronti di un gruppo debitore; inoltre, è in corso di definizione un'articolata proposta transattiva per la definizione di una larga parte del contenzioso giuslavoristico e previdenziale.

Al 31 dicembre del 2003 – a fronte di un ammontare netto pari a 1.196 milioni di euro delle posizioni in carico al 6 settembre del 1997, data di avvio della procedura – la Liquidazione ha realizzato introiti per circa 411 milioni di euro. In relazione a questi recuperi, sono stati effettuati riversamenti al Banco di Sicilia per 329 milioni di euro, determinando una riduzione di pari importo del debito della Procedura nei confronti di quest'ultimo per il deficit di cessione.

Altre procedure speciali. – La Società per la gestione di attività (SGA) ha proseguito il realizzo degli attivi problematici acquistati dal Banco di Napoli e dall'Isveimer.

Alla fine del 2003 i recuperi sulle attività acquisite dal Banco di Napoli ammontano a complessivi 3.583 milioni di euro. Per effetto degli introiti conseguiti e degli interventi di copertura delle perdite effettuati dal Banco di Napoli, il saldo negativo del conto corrente di finanziamento – a suo tempo acceso dalla SGA presso il Banco e attualmente intrattenuto con il Sanpaolo-IMI – si è ulteriormente ridotto a 1.052 milioni di euro. Alla stessa data i residui crediti verso la clientela ammontano a un valore netto di 1.701 milioni di euro, di cui 170 relativi a quelli a suo tempo acquisiti dall'Isveimer.

Il bilancio della SGA al 31 dicembre del 2003 si è chiuso, in linea con i risultati del secondo semestre dell'anno precedente, con un utile di esercizio di 7,6 milioni di euro. Gli oneri sostenuti dal Banco di Napoli per la copertura delle perdite registrate dalla società nei passati esercizi sono stati ristorati dalla Banca d'Italia attraverso le anticipazioni speciali concesse con le modalità di cui al D.M. 27 settembre 1974, nel quadro delle operazioni di risanamento del gruppo bancario previste dalla legge 19 novembre 1996, n. 588.

Nel corso del 2003 la Liquidazione volontaria dell'Isveimer, avviata nell'aprile del 1996, ha ulteriormente ridotto i volumi patrimoniali, mediante il realizzo degli attivi e l'estinzione delle passività.

Nell'anno trascorso, alla riduzione degli attivi hanno contribuito principalmente i rimborsi effettuati all'Isveimer dalla SGA (41,2 milioni di euro), in relazione ai recuperi dei crediti a suo tempo ceduti, e dalla Commercio e Finanza spa-Leasing e Factoring

(77,5 milioni di euro). Nello stesso periodo si è registrata una diminuzione della provvista onerosa (per 105,7 milioni di euro), a seguito della restituzione alle Regioni di fondi del Tesoro riferiti alla legge 1° febbraio 1965, n. 60, e dei fondi rischi (per 21,3 milioni di euro), divenuti eccedenti rispetto agli oneri corrispondenti.

Il contenzioso giudiziario, di natura giuslavoristica e risarcitoria, ha registrato in prevalenza una evoluzione positiva, seppure ancora non definitiva. La conclusione in via transattiva dell'iniziativa risarcitoria avviata nei confronti delle società di revisione incaricate della certificazione dei bilanci degli esercizi precedenti il dissesto ha consentito un introito di circa 9 milioni di euro.

Il bilancio della Liquidazione dell'Isveimer al 31 dicembre del 2003 espone attività residue per 216 milioni di euro (5.811 milioni di euro all'avvio della procedura), costituite principalmente dal credito nei confronti della SGA e da disponibilità presso banche. Il passivo residuo, pari a 145 milioni di euro (6.237 milioni di euro nell'aprile del 1996), include fondi per rischi e oneri vari per 121 milioni di euro. Il surplus patrimoniale (71 milioni di euro) riduce pertanto la stima del disavanzo finale della procedura a 846 milioni di euro, rispetto alla perdita finale (917 milioni di euro) riportata nei precedenti bilanci interinali di liquidazione e ripianata nel tempo dal Banco di Napoli, in favore del quale la Banca d'Italia ha concesso misure di ristoro.

Le procedure di amministrazione straordinaria e di liquidazione coatta amministrativa di SIM. – Nel 2003 la procedura di amministrazione straordinaria della S. Giovanni SIM, avviata alla fine dell'anno precedente, si è conclusa con la sottoposizione dell'intermediario alla liquidazione coatta amministrativa (tav. aE19).

Alla fine dell'anno risultavano pertanto 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 4 procedure (Interitalia SIM, European Securities SIM, G. Vincent SIM e S. Giovanni SIM), sono stati effettuati parziali riparti e 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

Nell'anno è proseguita l'azione di controllo volta ad accertare il rispetto delle norme in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali. Le Filiali dell'Istituto hanno effettuato 683 verifiche presso dipendenze di 134 banche (1.009 dipendenze di 160 banche nel 2002).

La riduzione del numero delle verifiche effettuate nel corso del 2003 è da ricondurre alla sospensione, nell'ultima parte dell'anno, dell'attività di controllo presso gli intermediari determinata dall'esigenza di consentire agli stessi di adeguare documentazioni e procedure al nuovo quadro normativo in materia entrato in vigore dallo scorso 1° ottobre (cfr. il capitolo: Il quadro normativo*).*

I controlli svolti hanno posto in evidenza il progressivo superamento delle anomalie riscontrate nel corso delle verifiche effettuate negli anni precedenti nonché una più diffusa attenzione degli intermediari al rispetto della normativa.

Nei casi in cui sono state accertate violazioni di particolare rilievo in materia di pubblicità, sono state avviate procedure sanzionatorie. In presenza di inosservanze delle disposizioni in materia di contratti, per le quali non è prevista dall'ordinamento l'applicabilità di sanzioni amministrative, le banche sono state richiamate a un più scrupoloso rispetto della disciplina e a porre in essere iniziative idonee a rimuovere le cause delle anomalie. Nel complesso, sono state avviate 3 procedure sanzionatorie; 44 banche sono state richiamate a un più puntuale rispetto delle disposizioni.

Complessivamente nel triennio 2001-03 sono state condotte 2.390 verifiche di trasparenza presso sportelli bancari di 220 banche. A seguito delle verifiche sono state avviate 18 procedure sanzionatorie nei confronti di 17 intermediari; sono stati inoltre effettuati 177 richiami nei confronti di 145 banche. Dall'inizio dell'anno in corso sono state condotte circa 350 verifiche di trasparenza presso gli sportelli di 100 banche.

I controlli di trasparenza, effettuati nell'ambito dell'ordinaria attività ispettiva, hanno posto in evidenza inosservanze della disciplina per 35 banche, prevalentemente di piccola dimensione, e per 3 società finanziarie, pari al 19 per cento del campione esaminato. Per 8 intermediari bancari i rilievi hanno comportato l'avvio della procedura sanzionatoria amministrativa.

L'accesso al mercato dei valori mobiliari

L'articolo 129 del Testo unico bancario e le relative disposizioni di attuazione prevedono che vengano preventivamente comunicate alla Banca d'Italia le emissioni di valori mobiliari e le offerte in Italia di valori mobiliari esteri, qualora gli importi siano superiori a soglie predeterminate o le caratteristiche dei titoli non siano sufficientemente diffuse sul mercato finanziario. La Banca d'Italia, entro 20 giorni dal ricevimento della comunicazione, può vietarne o differirne l'esecuzione.

La disciplina, che non trova corrispondenza negli ordinamenti degli altri principali paesi, è volta a preservare condizioni di ordinato funzionamento del mercato dei titoli di debito nel suo complesso; rispetta i principi di libera circolazione dei capitali e di concorrenza dei mercati finanziari.

I poteri di controllo attribuiti alla Banca d'Italia non si estendono alle valutazioni del merito di credito degli emittenti e della convenienza economica per i sottoscrittori dei titoli. L'esattezza e la completezza delle informazioni riguardanti tali aspetti sono tutelate in altri settori dell'ordinamento; l'utilizzo effettivo di tali informazioni rientra nella responsabilità dell'investitore.

I criteri che guidano l'esercizio dei poteri di controllo sono contenuti nella delibera emanata dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio (CICR) il 12 gennaio 1994 e nelle Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del giugno dello stesso anno. Tali disposizioni prevedono il divieto o il differimento delle operazioni di dimensione non compatibile con la capacità di assorbimento del mercato. Il divieto delle emissioni o delle offerte viene disposto, inoltre, in presenza di elementi non conformi all'ordinamento vigente, oppure qualora le caratteristiche dei titoli siano difficilmente comprensibili o contengano parametri di indicizzazione non oggettivi. L'offerta in Italia di valori mobiliari esteri può essere vietata anche nel caso in cui non risulti l'esistenza, nel paese dell'intermediario emittente, di una disciplina o di controlli omologhi a quelli previsti nell'ordinamento nazionale.

Nel 2003 sono state esaminate segnalazioni preventive relative a circa 1.700 tra emissioni e offerte in Italia di valori mobiliari (1.300 l'anno precedente). In 58 casi (52 nel 2002) le operazioni prospettate non sono state attuate a seguito delle osservazioni o dei provvedimenti di diniego espressi dalla Banca d'Italia. In prevalenza, tali operazioni presentavano una eccessiva complessità delle formule di indicizzazione. In taluni casi, le emissioni o le offerte non risultavano conformi alle disposizioni normative in materia di raccolta di risparmio fra il pubblico. Le altre emissioni sono risultate conformi alla legge e agli altri criteri di esame; i risultati per l'investitore dipendono dalle variabili di mercato e dall'andamento economico-patrimoniale dell'emittente.

Nel caso di titoli emessi da banche, la verifica delle operazioni segnalate è stata integrata dall'esame dei fogli informativi predisposti ai sensi della vigente disciplina in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali delle operazioni e dei servizi bancari.

*Sono stati esaminati circa 1.000 fogli informativi riguardanti principalmente obbligazioni strutturate. In numerosi casi sono state suggerite correzioni volte ad accrescere l'efficacia informativa dei documenti, con crescente attenzione alla rappresentazione delle componenti commissionali implicite nei prodotti e dei profili di rischio assunti dal sottoscrittore, anche mediante l'esemplificazione del rendimento ottenibile in presenza di diversi possibili andamenti dei parametri di riferimento, incluso il caso meno favorevole (*worst case scenario*).*

Dalle segnalazioni consuntive pervenute emerge che, nel corso del 2003, sono stati collocati sul mercato interno titoli obbligazionari di emittenti nazionali per circa 113 miliardi di euro, con un incremento del 24 per cento rispetto all'anno precedente (tav. E20).

Tav. E20

COLLOCAMENTO DI STRUMENTI FINANZIARI ITALIANI E ESTERI SUL MERCATO INTERNO

(dati consuntivi segnalati dagli operatori in milioni di euro)

Voci	2002	2003 (1)
Obbligazioni		
Banche	88.708	109.844
di cui: *obbligazioni strutturate* (2):		
equity linked	*11.500*	*13.464*
fund linked	*2.718*	*5.965*
corridor e barrier	*475*	*137*
altre	*1.697*	*6.623*
Enti non bancari (3)	2.793	3.164
Totale obbligazioni	**91.501**	**113.008**
Titoli Reverse convertible	**100**	**74**
Cambiali finanziarie	**55**	**54**
Polizze di credito commerciale	**11.530**	**12.119**
Buoni fruttiferi ex R.D.L. 436/27	**766**	**590**
Collocamento in Italia di strumenti finanziari esteri	**20.152**	**89.286**

(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.

Come negli anni passati, la quota preponderante dei flussi di nuove emissioni riguarda obbligazioni bancarie, complessivamente collocate per 109,8 miliardi di euro e composte per il 75 per cento da titoli con struttura finanziaria semplice (a tasso fisso o indicizzato a parametri del mercato monetario). Il flusso di obbligazioni strutturate, pari a 26,2 miliardi di euro, ha registrato un incremento del 60 per cento, confermando la tendenza alla crescita rilevata negli anni precedenti. L'azione della Vigilanza ha indotto gli operatori a semplificare le strutture di indicizzazione e a considerare la corresponsione di rendimenti minimi.

La tipologia prevalente di prodotti strutturati è costituita da titoli ancorati all'andamento di indici e titoli azionari (cosiddetti equity linked); *non di rado, tali obbligazioni*

prevedono la corresponsione di una cedola massima soggetta a possibili decurtazioni in relazione all'andamento di una pluralità di parametri azionari. Con riferimento a tali prodotti, gli emittenti sono stati sensibilizzati a evitare strutture con cedole massime eccessivamente elevate unite a meccanismi di decurtazione complessi, tali da ostacolare l'agevole comprensione del profilo di rischio – rendimento.

Le obbligazioni di soggetti industriali e di intermediari non bancari sono ammontate complessivamente a 3,2 miliardi di euro (2,8 miliardi nel 2002).

Nell'anno si è ulteriormente assottigliato il segmento dei titoli *reverse convertible*, collocati per 74 milioni di euro presso investitori istituzionali.

Nel corso del 2003 sono state segnalate 46 operazioni di cartolarizzazione regolate dalla normativa italiana, dato in linea con l'anno precedente. L'importo dei titoli *asset backed* emessi è diminuito da 33,7 a 28,3 miliardi di euro. I titoli sono stati acquistati in larga prevalenza da investitori istituzionali esteri, che hanno confermato l'elevato interesse per il mercato italiano.

Le operazioni di maggiore rilevanza quantitativa hanno riguardato crediti originati dal settore pubblico (Cassa DD.PP, INPS, INPDAP), oggetto di cessione a società per la cartolarizzazione dei crediti sulla base di specifiche disposizioni normative; l'ammontare dei titoli emessi è stato pari a 11 miliardi di euro.

Fra i principali cedenti di portafogli oggetto di cartolarizzazione figurano le banche, che hanno anche rivestito un ruolo significativo, in concorso con operatori esteri, nell'organizzazione e nella gestione delle operazioni (cfr. il capitolo: *Redditività, rischi e patrimonio degli intermediari*).

Le emissioni di titoli *asset backed* a valere su portafogli di crediti di leasing e di crediti al consumo – rispettivamente pari a 4,9 e a 3 miliardi di euro – hanno registrato una contrazione di circa un terzo rispetto al 2002.

Tra gli strumenti di finanziamento a breve termine, le polizze di credito commerciale sono state collocate per 12,1 miliardi di euro, in lieve aumento rispetto all'anno precedente. La vita media di tali strumenti è risultata inferiore a due mesi.

L'offerta in Italia di valori mobiliari esteri è stata pari a 89,3 miliardi di euro, in sensibile crescita rispetto al 2002 (20,1 miliardi). Il 40 per cento dei titoli collocati è stato emesso da banche, principalmente dell'area dell'euro. Una quota pari al 36 per cento ha riguardato obbligazioni governative di paesi membri dell'OCSE, mentre l'incidenza di analoghi titoli di paesi emergenti e quella delle emissioni di soggetti non bancari si sono attestate rispettivamente al 13 e all'11 per cento. Oltre il 90 per cento del-

l'ammontare complessivo collocato è costituito da titoli a tasso fisso o con semplici indicizzazioni ai più diffusi parametri di mercato.

L'attività sanzionatoria

Nel corso dell'anno la Banca d'Italia ha formulato al Ministero dell'Economia e delle finanze 84 proposte di irrogazione di sanzioni amministrative pecuniarie per irregolarità rilevate nell'ambito dell'attività di vigilanza. Le proposte riguardano esponenti di 72 banche, 4 SIM e 8 intermediari finanziari (87 banche, 1 SIM, 1 SGR e 4 intermediari finanziari nel 2002).

Le procedure attinenti alle banche hanno riguardato in prevalenza disfunzioni nell'organizzazione amministrativa e nelle procedure di controllo interno, spesso relative all'area finanza. Tra le inosservanze più ricorrenti si annoverano anche le inesatte segnalazioni statistiche, l'errata informativa sulle posizioni ad andamento anomalo e il mancato rispetto delle norme in materia di trasparenza. Per gli altri intermediari sono risultate frequenti le carenze nelle segnalazioni di vigilanza e nei controlli interni.

Il Ministro dell'Economia e delle finanze ha emanato 65 decreti sanzionatori (86 nel 2002); nel marzo del 2004, sono stati emanati 28 decreti, relativi a proposte avanzate dalla Banca d'Italia nel 2003.

Le opposizioni alla Corte d'Appello hanno riguardato 12 decreti (19 nel 2002).

I rapporti con l'Autorità giudiziaria e le Amministrazioni pubbliche. La prevenzione della criminalità economica

La collaborazione prestata dalla Banca d'Italia alla magistratura e agli organismi investigativi impegnati nella prevenzione e nella repressione dei comportamenti illegali nel settore finanziario si mantiene intensa, anche per la crescente complessità delle vicende di criminalità economica.

Le richieste di dati e documenti sono state 568. Le più rilevanti hanno riguardato episodi di infedeltà nella gestione dell'impresa e presunte irregolarità nel collocamento e nella negoziazione di titoli o nell'offerta di prodotti finanziari innovativi da parte del sistema bancario. Le richieste hanno spesso coinvolto la competenza di diversi organi giudiziari e si sono caratterizzate, rispetto al passato, per una maggiore analiticità delle informazioni.

Nell'anno sono state avviate 23 consulenze tecniche per conto dell'Autorità giudiziaria; sono state 72 le testimonianze rese nell'ambito di procedimenti penali.

La Banca d'Italia ha trasmesso 40 segnalazioni (45 nel 2002) all'Autorità giudiziaria di fatti di possibile rilievo penale emersi nell'ambito dei controlli effettuati. In adempimento di quanto previsto da specifici accordi di collaborazione, 5 rapporti ispettivi sono stati trasmessi alla DIA.

Le segnalazioni hanno riguardato, tra l'altro, il mancato rispetto dei principi di redazione del bilancio, irregolarità nel comportamento di dipendenti e collaboratori, carenze nella concessione del credito e anomalie nel rilascio di fideiussioni da parte di intermediari finanziari.

Alla Consob sono state indirizzate 37 informative in merito a irregolarità nello svolgimento dei servizi di investimento da parte degli intermediari o nel comportamento dei promotori finanziari rilevate nel corso dell'attività di vigilanza.

In materia di prevenzione del riciclaggio, le direzioni territoriali della Banca d'Italia hanno svolto un'azione di sensibilizzazione nei confronti delle banche dalle quali non erano pervenute segnalazioni di operazioni sospette. Le banche hanno ricollegato l'assenza di segnalazioni a peculiarità operative, quali le ridotte dimensioni, l'insediamento in contesti sociali non inquinati dalla delinquenza o in realtà economicamente evolute, i rapporti con clientela di elevato standing o l'assenza di attività per cassa.

È proseguita l'azione di prevenzione del finanziamento del terrorismo internazionale nell'ambito del Comitato di sicurezza finanziaria.

In adempimento di una raccomandazione speciale contro il terrorismo approvata dal GAFI, è stato chiesto a tutti gli intermediari bancari e finanziari di adottare particolari cautele nell'operatività con organismi che dichiarano di svolgere attività di beneficenza o di utilità sociale, ma che non sono in grado di comprovare la natura dell'operatività.

In tema di usura, è stata condotta dalla Banca d'Italia e dall'UIC un'apposita rilevazione campionaria avente per oggetto le condizioni praticate dagli intermediari nelle ipotesi di applicazione di interessi moratori, al fine di pervenire a una maggiore omogeneità di calcolo. Il valore della maggiorazione – riportato nei decreti ministeriali relativi ai tassi effettivi globali medi – è risultato, in media, pari a 2,1 punti percentuali.

Le richieste di elementi informativi per la risposta da fornire ad atti parlamentari relativi alle funzioni di vigilanza bancaria e finanziaria sono state 95.

Gli atti parlamentari hanno riguardato, in prevalenza, il collocamento da parte del sistema bancario di taluni prodotti finanziari e di titoli di paesi emergenti, l'applicazione delle disposizioni in tema di rimpatrio delle attività detenute all'estero, le difficoltà connesse con la realizzazione di complesse operazioni di concentrazione bancaria e la presunta onerosità dei servizi bancari e finanziari.

F – PROMOZIONE E TUTELA DELLA CONCORRENZA NEL SETTORE DEL CREDITO

Lo sviluppo della concorrenza

Dai primi anni ottanta la convergenza delle normative e delle prassi di vigilanza e i progressi nelle tecnologie dell'informazione hanno favorito nei paesi dell'Unione europea un innalzamento del livello della concorrenza nel settore bancario. In particolare, sono state ridotte le barriere all'entrata nei mercati e progressivamente eliminate le segmentazioni geografiche e di prodotto; gli operatori hanno sviluppato strategie volte ad ampliare la gamma dei prodotti e ad accrescere l'efficienza aziendale, con beneficio per le condizioni di offerta dei servizi destinati a famiglie e imprese.

Secondo il Rapporto annuale della Banca centrale europea per il 2002, l'integrazione dei sistemi bancari europei si è rivelata più rapida nei mercati all'ingrosso, come quelli monetario e interbancario, e nel mercato dei capitali, in cui si sono affermati intermediari finanziari con operatività internazionale. Nei servizi bancari al dettaglio i legami tra i mercati dei diversi paesi si sviluppano prevalentemente attraverso la partecipazione al capitale degli intermediari.

In Italia la crescita della concorrenza è stata promossa dalla Banca d'Italia, prima ancora che la legge 10 ottobre 1990, n. 287 le assegnasse funzioni antitrust, con un'intensa azione diretta ad assecondare l'ingresso di operatori nei mercati locali, a superare la specializzazione e la conseguente segmentazione dei mercati per i singoli prodotti e servizi, a favorire la riduzione dei costi.

La ricerca dell'efficienza ha determinato un intenso processo di concentrazione del sistema, particolarmente significativo nel confronto con gli altri principali paesi europei. Nonostante la riduzione del numero delle banche, il grado di concorrenza è notevolmente aumentato, per l'entrata di nuovi intermediari, l'uscita di quelli meno efficienti, la ristrutturazione dei gruppi principali, l'ampliamento dei canali di distribuzione dei prodotti finanziari e l'accresciuta trasparenza delle condizioni dei servizi offerti.

Dall'inizio del 2000, nonostante la costituzione di 85 banche, il loro numero è passato da 876 a 788; le succursali e le filiazioni di gruppi bancari esteri sono aumentate, nello stesso periodo, da 71 a 77.

Alla fine del 2003 gli sportelli erano 30.502 (27.134 alla fine del 1999), pari a circa 5 insediamenti ogni 10.000 abitanti (in Germania erano 6 e in Francia 4); i promotori finanziari erano 34.600 (12.790 alla fine del 1999). Nel 2003 attraverso i canali telefonici e telematici è transitato oltre il 25 per cento del volume delle operazioni di raccolta ordini dalla clientela.

Il numero medio di banche per provincia è salito da 27 all'inizio degli anni novanta a 34 alla fine del 2003. L'indice di concentrazione di Herfindahl-Hirschman, valutato con riferimento al mercato provinciale dei depositi su base consolidata, è diminuito del 9,8 per cento rispetto al 1999, anno in cui aveva raggiunto il valore più elevato. Nei mercati regionali degli impieghi l'indice ha segnato una discesa del 15,5 per cento nel periodo 1999-2003.

Per quanto concerne l'attività tradizionale di deposito e impiego, è stata rilevata una intensa ricomposizione delle quote di mercato: nel 2003 l'indice di mobilità dei depositi nei mercati provinciali, che registra lo spostamento complessivo di quote di mercato tra banche, è stato pari al 3,5 per cento, a fronte del 2,5 di dieci anni prima; il valore corrispondente per gli impieghi, calcolato per i mercati regionali, dalla seconda metà degli anni novanta è pari a circa il 5 per cento all'anno.

Nel periodo 1995-2002 il costo medio del credito bancario a breve termine in Italia si è ridotto di circa sette punti percentuali, registrando una progressiva convergenza sui valori prevalenti nell'area dell'euro. Alla fine del 2003 i tassi applicati alle nuove erogazioni di prestiti di ammontare inferiore a un milione di euro – che approssimano le condizioni applicate alle imprese di minore dimensione – si sono attestati, sia in Italia sia nell'area dell'euro, al 4 per cento circa. Nel settore dei prestiti per l'acquisto di abitazioni, in larga misura erogati a tassi variabili, il livello dei tassi applicati dalle banche italiane è risultato inferiore di circa mezzo punto percentuale a quello medio dell'area.

Il settore bancario registra, inoltre, una crescente concorrenza esercitata dai prodotti finanziari di Poste Italiane. La divisione Bancoposta, la cui attività è sottoposta alla normativa sulla tutela della concorrenza, come stabilito dal decreto del Presidente della Repubblica 14 marzo 2001, n. 144, si avvale di una rete distributiva composta da circa 14.000 uffici (il gruppo bancario italiano di maggiori dimensioni può contare su circa 3.000 sportelli).

Al 31 dicembre del 2003 il numero dei conti correnti detenuti presso Bancoposta era pari a circa 3,6 milioni, con una crescita del 28 per cento circa rispetto all'anno precedente. Con 4,6 milioni di carte, Bancoposta rappresenta il primo emittente di carte di debito in Italia.

La concorrenza degli intermediari di matrice estera è particolarmente rilevante nei settori diversi dall'intermediazione tradizionale, quali la finanza aziendale, la gestione professionale del risparmio, la negoziazione di strumenti finanziari, il factoring, il credito al consumo e le carte di pagamento.

Nei servizi di consulenza per operazioni di fusione e acquisizione prevalgono gli operatori esteri (8 sui primi 10). Nei mercati del credito al consumo e del factoring tra i primi 20 operatori figurano, rispettivamente, 6 e 5 soggetti di matrice estera; a tale tipologia di intermediari è riconducibile circa il 12 per cento del mercato delle gestioni patrimoniali.

L'azione della Banca d'Italia a tutela della concorrenza ha tratto vantaggio dalla conoscenza della struttura e dei comportamenti dell'industria bancaria maturata nell'esercizio dei controlli di vigilanza; l'ingente patrimonio statistico raccolto per tale finalità, ampliato nel corso degli anni, è impiegato anche per verificare le condizioni concorrenziali dei mercati in cui operano le banche.

Dal 1990 sono stati esaminati più di 700 operazioni di concentrazione e numerosi accordi tra intermediari; è stato verificato che gli operatori con elevata quota di mercato non abusassero della posizione dominante. Questa attività, che ha preso in considerazione anche le condizioni della concorrenza bancaria in ambiti territoriali circoscritti, ha dato luogo all'avvio di 55 istruttorie, un numero elevato rispetto agli altri settori di attività economica.

Particolare impegno è stato riservato alla tutela della concorrenza nel sistema dei pagamenti. Esigenze tecniche, principalmente riconducibili alle caratteristiche di rete dei servizi di pagamento, richiedono forme di cooperazione tra gli operatori per ridurre i costi e favorire l'innovazione. La Banca d'Italia ha autorizzato un numero limitato di accordi indispensabili per un'efficiente offerta dei servizi; è stato favorito il trasferimento alla clientela dei benefici derivanti dallo sviluppo dei mezzi di pagamento diversi dal contante.

Nel mercato delle carte di pagamento particolare rilievo assumono le commissioni che le banche si riconoscono per lo svolgimento dei servizi; l'esame del contenuto dei relativi accordi mira a verificare che l'ammontare delle commissioni interbancarie sia strettamente connesso con i costi e che ciascuna banca determini il prezzo del servizio offerto in base ad autonome politiche commerciali.

L'attività di tutela della concorrenza risulta potenziata dal crescente apporto delle Filiali dell'Istituto; la conoscenza diretta delle specifiche realtà territoriali facilita l'individuazione di intese lesive della concorrenza e di abusi di posizione dominante.

Nel corso dell'anno è stata completata un'indagine su un aspetto cruciale del grado di concorrenza dei mercati locali, quale la presenza di eventuali ostacoli alla mobilità della clientela. A tale scopo sono state esaminate, mediante un questionario inviato a circa 1.200 sportelli bancari, le condizioni economiche e contrattuali applicate ai conti correnti delle famiglie nel 2002.

La rilevazione ha messo in evidenza che la clientela è sensibile alle condizioni del rapporto e disponibile a cambiare banca: nel corso dell'anno il 12 per cento dei conti si è chiuso per iniziativa del cliente, che, nella gran parte dei casi, ha contestualmente disposto l'interruzione di ogni altro rapporto con l'intermediario; fra le motivazioni della chiusura assume rilievo l'insoddisfazione per le condizioni praticate.

I risultati danno atto dell'ampia diffusione di conti correnti convenzionati (72 per cento dei rapporti), a cui si associano condizioni e servizi migliori rispetto all'offerta standard; l'82 per cento dei conti correnti prevede una componente forfetaria di costo, a copertura di una parte dei servizi prestati alla clientela. L'apertura di un conto corrente risulta spesso necessaria per accedere a servizi finanziari più complessi, quali quelli *on-line* e di custodia e amministrazione titoli, nonché a finanziamenti o a prodotti di risparmio gestito. I singoli sportelli hanno ampi margini di autonomia nella definizione delle condizioni economiche praticate alla clientela.

Dall'esame delle risposte fornite risulta che il livello medio annuo delle commissioni e delle spese addebitate per la gestione del conto corrente del tipo più diffuso è pari a 61 euro, al netto degli oneri fiscali; i servizi aggiuntivi relativi alla custodia e amministrazione di titoli e all'utilizzo di carte di pagamento costano in media, rispettivamente, 36 e 21 euro. Le operazioni di chiusura del conto richiedono 7 giorni circa e comportano spese pari a 37 euro per i servizi di base, a cui si aggiungono 20 euro in presenza di rapporti di custodia e amministrazione di titoli.

La tutela della concorrenza

Le concentrazioni. – Nel 2003 sono state comunicate, ai sensi della legge n. 287/1990, 53 operazioni di concentrazione.

L'analisi delle concentrazioni viene condotta con riferimento alle regioni per il mercato degli impieghi e alle province per quello dei depositi; in presenza di significative sovrapposizioni territoriali tra i soggetti interessati dall'operazione, l'impatto concorrenziale può essere valutato su aree di estensione minore, fino al territorio comunale, e l'autorizzazione può essere subordinata al rispetto di condizioni idonee a favorire lo sviluppo dei concorrenti.

In 19 casi si è riscontrato che le operazioni segnalate non rientravano nell'ambito di applicazione della disciplina a tutela della concorrenza.

In 33 casi le operazioni non hanno determinato restrizioni della concorrenza nei mercati rilevanti; l'analisi ha riguardato l'ampiezza delle quote di mercato dei soggetti coinvolti, i prezzi da questi applicati e quelli medi dei mercati interessati, la concentrazione dell'offerta. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha concordato con tali valutazioni.

Per un'operazione concernente l'aggregazione di due gruppi bancari con diffuse sovrapposizioni territoriali è stata aperta un'istruttoria conclusasi nel corso dell'anno (Banca Popolare Commercio e Industria / Banca Popolare di Bergamo).

L'operazione Banca Popolare Commercio e Industria scrl / Banca Popolare di Bergamo – Credito Varesino scrl – Il procedimento relativo alla fusione per unione di Banca Popolare di Bergamo – Credito Varesino, Banca Popolare Commercio e Industria e della sua controllata Banca Popolare di Luino e Varese spa, che ha dato luogo al gruppo bancario Banche Popolari Unite, è stato avviato per verificare la situazione della raccolta nei mercati di Bergamo e di Varese.

La valutazione dell'operazione ha richiesto un'analisi approfondita delle condizioni concorrenziali nella provincia di Bergamo, in ragione dell'elevata quota di mercato detenuta dalla Banca Popolare di Bergamo (41 per cento); l'apporto della Banca Popolare Commercio e Industria è risultato marginale. L'analisi ha mostrato che la Banca Popolare di Bergamo non ha tratto vantaggio dalla propria posizione e ha comprovato la sussistenza nella provincia di dinamiche di prezzo analoghe a quelle presenti nella regione e nel resto d'Italia.

Nel mercato provinciale di Varese, sebbene la quota del gruppo risultante dalla concentrazione fosse elevata (intorno al 38 per cento), è risultato che i concorrenti erano in grado di esercitare una significativa pressione competitiva.

La concentrazione è stata autorizzata a condizione che il gruppo Banche Popolari Unite non accrescesse per tre anni il numero complessivo dei propri insediamenti nelle province di Bergamo e di Varese (cfr. provvedimento n. 48 del 9 agosto 2003).

Modifica di misure compensative. – Nel corso dell'anno il gruppo SanPaolo-IMI ha costituito Banca OPI spa, a cui ha conferito il ramo aziendale riguardante l'operatività nel settore delle opere pubbliche del Banco di Napoli e delle banche appartenenti al gruppo Cardine; per l'avvio dell'attività della nuova banca, SanPaolo-IMI ha chiesto di poter aprire una sede secondaria a Napoli.

Nel mercato provinciale della raccolta bancaria di Napoli, il gruppo SanPaolo-IMI non avrebbe potuto costituire nuovi insediamenti fino al febbraio del 2004, in ragione delle misure imposte dal provvedimento n. 36 del 19 gennaio 2001 relativo alla concentrazione con il Banco di Napoli.

Tenuto conto della significativa riduzione della quota del gruppo SanPaolo-IMI nella provincia di Napoli, la sede secondaria della Banca OPI è stata autorizzata, a condizione che si astenesse dallo svolgere attività di raccolta di depositi fino alla scadenza del vincolo definito dal provvedimento n. 36 del 2001 (cfr. provvedimento n. 214/A del 22 maggio 2003).

Le intese. – Nel corso dell'anno è proseguito l'esame degli accordi nel settore degli strumenti di pagamento. Inoltre, informazioni acquisite nell'ambito dell'attività di vigilanza hanno consentito di avviare specifici procedimenti su accordi locali per la ripartizione territoriale dei mercati.

L'istruttoria Servizi Interbancari - CartaSì. – L'istruttoria ha tratto origine dall'esame di elementi riguardanti il funzionamento di Servizi Interbancari spa (in seguito, CartaSì spa), società di emissione e gestione delle carte di credito. Nell'ambito del procedimento sono stati esaminati i rapporti economici tra la società e le banche aderenti al circuito e la definizione delle commissioni applicate alla clientela.

L'istruttoria ha accertato che alcuni organi della società CartaSì, in cui erano rappresentate le principali banche azioniste (Comitati Banche), e talune procedure di gestione delle politiche di prezzo si prestavano alla realizzazione di uno scambio di informazioni rilevanti sotto il profilo concorrenziale, in grado di favorire il coordinamento degli operatori riguardo alle condizioni offerte agli esercenti.

L'analisi ha messo in evidenza il miglioramento negli ultimi anni del tenore concorrenziale del mercato delle carte di pagamento, per l'incremento del numero di operatori e dei volumi negoziati, l'andamento flettente dei prezzi, la significativa mobilità delle quote di mercato e il ridimensionamento del primo concorrente (CartaSì); di tali elementi si è tenuto conto ai fini della valutazione delle restrizioni alla concorrenza prodotte dalle fattispecie esaminate.

L'eliminazione da parte di CartaSì delle procedure interne idonee a favorire la condivisione con le banche delle politiche di prezzo è frutto dei rilievi mossi nel corso dell'istruttoria dalla Banca d'Italia. In relazione alla possibilità che gli accordi stabiliti da CartaSì per il funzionamento del sistema influenzino l'evoluzione della concorrenza nel settore, la Banca d'Italia continua a tenere sotto osservazione l'assetto dei rapporti tra la

società, le banche aderenti e quelle azioniste; il procedimento si è concluso con l'irrogazione a CartaSì spa di una sanzione amministrativa, pari a 500.000 euro (cfr. provvedimento n. 47 del 4 agosto 2003).

Istruttorie avviate. – Nel corso dell'anno sono state avviate 6 istruttorie riguardanti intese potenzialmente lesive della concorrenza. In due casi (CartaSì - American Express e Condizioni generali di contratto predisposte dall'ABI per l'utilizzo delle carte di credito e per i servizi di investimento), le istruttorie sono condotte in stretta collaborazione con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato, che ha aperto contestualmente procedimenti di oggetto analogo.

Il provvedimento CartaSì – American Express. – L'istruttoria, avviata nell'agosto del 2003, concerne un accordo tra CartaSì spa e American Express Services Europe Ltd. per la costituzione di un'impresa comune dedicata all'emissione di carte di credito, distribuite attraverso le banche aderenti al circuito CartaSì (cfr. provvedimento n. 224/A del 5 agosto 2003).

L'intesa, che coinvolge il primo e il quarto operatore del mercato delle carte di pagamento, riguarda le carte di credito destinate alle persone fisiche di reddito elevato e alle piccole e medie imprese.

Il procedimento è stato avviato per accertare se l'accordo possa produrre un coordinamento atto a influenzare i prezzi dei prodotti interessati; esso è stato successivamente esteso all'attività di convenzione con gli esercenti per l'accettazione delle carte di credito American Express. L'ampliamento dell'istruttoria ha determinato una proroga dei termini di conclusione al 30 giugno 2004 (cfr. provvedimento n. 244/A del 6 febbraio 2004).

Il provvedimento Pagobancomat. – L'istruttoria è stata avviata nell'ottobre del 2003 a seguito della richiesta, formulata dalla Convenzione per la gestione del marchio Bancomat (CO.GE.BAN.) alla scadenza del termine previsto dal provvedimento n. 23 dell'8 ottobre 1998, volta a ottenere una nuova autorizzazione in deroga al divieto di intese lesive della concorrenza per la commissione interbancaria prevista dall'accordo Pagobancomat. Il procedimento riguarda anche le condizioni generali di contratto che regolano i rapporti tra banche e clienti portatori della carta e tra banche ed esercenti convenzionati per l'accettazione delle carte Pagobancomat (cfr. provvedimento n. 234/A del 24 ottobre 2003).

CO.GE.BAN. ha comunicato la revisione della commissione interbancaria calcolata sulla base delle specifiche componenti di costo che concorrono alla formazione della stessa. Le rilevazioni effettuate su un campione di banche attive nell'emissione di carte hanno condotto a una commissione interbancaria mista (in parte fissa e in parte variabile) pari a 0,20 euro, cui viene sommato lo 0,10 per cento dell'importo oggetto delle transazioni. Tale valore è inferiore a quello vigente nel 2003. È stata, inoltre, presentata una relazione sugli effetti della commissione interbancaria sui prezzi praticati agli esercenti.

L'analisi sulle condizioni generali di contratto ha messo in luce che queste ultime non si limitano a fornire uno schema contrattuale di riferimento ma prevedono, per alcune clausole, l'adozione obbligatoria da parte di tutte le banche aderenti.

Dall'esame della documentazione rassegnata sono emerse la necessità di ampliare il campione di banche utilizzato per la determinazione della commissione interbancaria e l'esigenza di effettuare ulteriori approfondimenti sugli effetti della standardizzazione contrattuale; il termine di conclusione del procedimento è stato prorogato al 31 maggio 2004 (cfr. provvedimento n. 246/A del 15 marzo 2004).

Il provvedimento "ABI: condizioni generali di contratto per la fideiussione a garanzia delle operazioni bancarie". – L'istruttoria è stata avviata nel novembre del 2003 dopo che l'ABI ha notificato lo schema di contratto relativo alla "fideiussione a garanzia delle operazioni bancarie" (cosiddetta fideiussione omnibus), concordato con alcune organizzazioni di tutela dei consumatori.

Il contratto di "fideiussione a garanzia delle operazioni bancarie" disciplina la prestazione della garanzia fornita da un soggetto (fideiussore) a beneficio di qualunque obbligazione, presente e futura, del debitore di una banca. La garanzia, il cui importo massimo è definito al momento della sottoscrizione del contratto, è esigibile "a prima richiesta", senza che sia necessario escutere in via preventiva il debitore principale; il fideiussore può opporre alla banca le eccezioni spettanti al debitore solo dopo aver eseguito il pagamento.

L'istruttoria è volta sia ad accertare se la concreta applicazione delle condizioni di contratto diffuse dall'ABI possa risolversi in un comportamento uniforme delle banche associate, sia ad approfondire gli effetti sulle condizioni economiche complessive per i fruitori del credito bancario (cfr. provvedimento n. 236/A dell'8 novembre 2003). Il termine di conclusione del procedimento è stato successivamente prorogato al 31 ottobre del 2004 (cfr. provvedimento n. 249/A dell'8 aprile 2004).

Il provvedimento "ABI: condizioni generali di contratto per l'utilizzo delle carte di credito e per i servizi di investimento". – L'istruttoria ha preso avvio nel novembre del 2003 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.

Gli schemi negoziali comunicati regolano il rapporto contrattuale con riferimento alla durata, alle responsabilità del cliente, alle modifiche delle condizioni da parte delle banche, al diritto di recesso e al trattamento di eventuali situazioni di conflitto di interesse. Il contratto concernente l'utilizzo delle carte di credito presenta specifiche disposizioni riguardo alla possibilità di fruire di fidi rotativi; gli schemi relativi ai servizi di investimento constano anche di allegati relativi all'informativa precontrattuale e al conferimento degli incarichi per la prestazione dei servizi.

Il procedimento intende verificare se l'applicazione uniforme degli schemi negoziali sia suscettibile di influenzare negativamente la qualità dei servizi, l'onerosità delle condizioni economiche e la mobilità della clientela tra i diversi operatori (cfr. provvedimento n. 237/A dell'8 novembre 2003).

I provvedimenti "Federazione piemontese delle banche di credito cooperativo/Banca di Credito Cooperativo di Boves" e "Federazione marchigiana delle banche di credito cooperativo/Banca di Credito Cooperativo di Ostra Vetere". – Nel novembre del 2003 è stato disposto l'avvio di due istruttorie nei confronti, rispettivamente, della Federazione Piemontese delle banche di credito cooperativo e della Banca di Credito Cooperativo di Boves, nonché della Federazione Marchigiana delle banche di credito cooperativo e della Banca di Credito Cooperativo di Ostra Vetere.

Il procedimento concernente la BCC di Boves e la Federazione piemontese delle BCC trae origine dall'acquisizione, nell'ambito di accertamenti ispettivi di vigilanza, di un protocollo di intenti sottoscritto dalle banche aderenti alla Federazione, relativo allo sviluppo territoriale delle stesse. L'istruttoria nei confronti della BCC di Ostra Vetere e della Federazione marchigiana delle BCC è stata avviata a seguito dell'esame di documentazione relativa all'apertura di alcuni sportelli, dalla quale è emersa l'esistenza di un regolamento della stessa federazione in materia di espansione territoriale delle associate.

Le istruttorie intendono accertare se le banche di credito cooperativo interessate abbiano posto in essere, con le rispettive Federazioni, intese aventi per oggetto o per effetto la ripartizione dei mercati (cfr. provvedimenti n. 238/A e n. 239/A del 24 novembre 2003).

Intese che non hanno dato luogo all'avvio di istruttorie. – Nell'aprile del 2003, VISA Italia ha notificato la riduzione della commissione interbancaria applicata ai pagamenti effettuati con carte VISA presso i distributori di carburante. L'analisi del caso è stata svolta in stretta collaborazione con l'Autorità garante della concorrenza e del mercato; entrambe le Autorità hanno deciso di non avviare approfondimenti istruttori.

L'iniziativa di VISA Italia ha tenuto conto delle particolari caratteristiche del settore merceologico di riferimento, connotato dall'elevato carico fiscale sulle benzine e dal contenuto importo medio della transazione; è stata prospettata una significativa riduzione rispetto alla commissione interbancaria precedentemente in essere, con l'obiettivo di incentivare l'affiliazione al circuito di un maggior numero di distributori e di espandere, in tal modo, il numero dei pagamenti effettuati con carte.

L'ammontare della riduzione consente di ritenere che la nuova commissione interbancaria rispetti il principio di conformità con i costi imposto dalla Commissione europea a VISA International con decisione del luglio 2002 (cfr. provvedimento n. 223/A del 5 agosto 2003).

L'evoluzione del quadro normativo e i procedimenti rilevanti per la concorrenza

Il Consiglio dell'Unione europea ha approvato il regolamento 20 gennaio 2004, n. 139 relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, che ha sostituito il regolamento del Consiglio 21 dicembre 1989, n. 4064; il provvedimento è in vigore dal 1° maggio del 2004.

La nuova normativa introduce la possibilità di valutare le aggregazioni non solo con riferimento alla costituzione o al rafforzamento di una posizione dominante, ma anche avendo riguardo alla creazione di un "ostacolo significativo a una concorrenza effettiva". L'integrazione apportata permette di considerare specifiche situazioni non inquadrabili nella nozione di dominanza quali, ad esempio, le concentrazioni orizzontali tra il secondo e il terzo operatore e la posizione dominante collettiva.

La Commissione ha inoltre adottato una comunicazione sui principi fondamentali per l'esame delle concentrazioni fra imprese concorrenti (cosiddette concentrazioni orizzontali). Tra le principali novità figura l'esplicito riconoscimento dei guadagni di efficienza tra i fattori che possono compensare gli effetti anticompetitivi di una concentrazione.

Le disposizioni di attuazione del regolamento del Consiglio 16 dicembre 2002, n. 1/2003, concernente l'applicazione delle regole di concorrenza di cui agli articoli 81 e 82 del Trattato, hanno completato il nuovo quadro normativo in materia di intese e abusi di posizione dominante, anch'esso in vigore dal 1° maggio del 2004.

Particolare importanza riveste la Comunicazione sulla collaborazione tra la Commissione e le autorità di tutela della concorrenza degli Stati membri (European Competition Network) riguardante, in particolare, i meccanismi di cooperazione fra autorità, lo scambio e l'utilizzo di informazioni, i diritti delle imprese soggette a investigazione.

Le autorità nazionali di tutela della concorrenza che dispongono dei poteri di iniziativa per l'applicazione degli articoli 81 e 82 del Trattato, tra cui la Banca d'Italia, hanno sottoscritto una dichiarazione d'intenti con cui si impegnano a rispettare i principi contenuti in tale Comunicazione, conformandovi la propria attività anche nei casi in cui le imprese decidano di autodenunciare la partecipazione a intese lesive della concorrenza (cosiddetti programmi di clemenza).

Nel marzo del 2003 la Commissione europea ha dato notizia di un procedimento avviato nei confronti del gruppo Clearstream, che svolge le attività di compensazione e di liquidazione delle transazioni in titoli in Germania, per un presunto abuso di posizione dominante, consistente nel "rifiuto di prestare servizi" e nella "applicazione di prezzi discriminatori" nei confronti di un concorrente estero. L'istruttoria trae origine da informazioni acquisite dalla Commissione nell'ambito dell'indagine in corso sulla prestazione transfrontaliera dei servizi connessi alla negoziazione e al regolamento delle transazioni in titoli in Europa.

Aiuti di Stato

Sono ancora pendenti i ricorsi presentati nel 2002 dal Governo italiano e dall'ABI – rispettivamente presso la Corte di giustizia dell'Unione europea e il Tribunale di primo grado – per l'annullamento della decisione della Commissione europea che ha dichiarato l'incompatibilità con il diritto comunitario delle agevolazioni fiscali concesse per le operazioni di ristrutturazione bancaria dalla legge 23 dicembre 1998, n. 461 e dal decreto legislativo 17 maggio 1999, n. 153.

La legge 21 febbraio 2003, n. 27, in attuazione della decisione della Commissione, ha imposto alle banche destinatarie degli aiuti di versare le imposte non corrisposte in ragione di tale beneficio, maggiorate degli interessi; nel corso del 2003 le banche hanno provveduto a restituire allo Stato gran parte delle somme richieste.

G – LA SUPERVISIONE SUI MERCATI

In questo capitolo si dà conto dell'attività di supervisione svolta dalla Banca d'Italia in attuazione della Parte III del Testo unico della finanza.

In Europa le strutture di negoziazione, regolamento e compensazione hanno continuato nel 2003 a perseguire assetti più efficienti e competitivi attraverso l'innovazione dei processi, l'ampliamento della gamma dei servizi, la ricerca di una crescita dimensionale. La concorrenza dal lato dell'offerta ha stimolato nuove alleanze tra le società del settore.

Anche nel nostro paese i gestori delle infrastrutture dei mercati hanno attuato iniziative volte a migliorare la loro posizione nel contesto internazionale; si sono adoperati per realizzare un più efficiente impiego delle risorse; hanno reso maggiormente funzionali sistemi e procedure.

Per la piazza finanziaria italiana il 2003 è stato un anno di importanti realizzazioni. Nel mese di maggio è stato esteso ai mercati azionari a pronti il servizio di controparte centrale, in precedenza attivo nel solo comparto dei derivati. A dicembre ha iniziato a operare il sistema di regolamento Express II che, nel gennaio scorso, ha sostituito la Liquidazione dei titoli gestita dalla Banca d'Italia; si è così completata la privatizzazione delle strutture dei mercati.

La crescita dimensionale delle strutture, la maggiore complessità dei sistemi, l'aumentata operatività cross-border chiamano le autorità ad accompagnare lo sviluppo dei mercati in condizioni di stabilità ed efficienza e a ricercare approcci coordinati e metodologie comuni.

Nei maggiori paesi sono in via di avanzata definizione iniziative per rafforzare la capacità dei sistemi finanziari di fronteggiare situazioni di emergenza dovute a eventi disastrosi.

Negli Stati Uniti un gruppo di studio costituito per iniziativa della Federal Reserve e composto da esponenti del settore privato ha pubblicato, nel gennaio scorso, nove raccomandazioni sulla continuità di servizio per le attività di regolamento e compensazione. In altri paesi sono in corso di elaborazione, da parte delle autorità, le linee guida a cui i ge-

stori delle infrastrutture di mercato e i principali operatori devono attenersi in situazioni di crisi. In Italia ha iniziato le attività un gruppo di lavoro composto da autorità, banche e altri intermediari finanziari, società di gestione dei sistemi di pagamento, regolamento e compensazione, società di gestione dei mercati. Il gruppo ha il compito di coordinare le iniziative finalizzate ad assicurare la continuità operativa, in condizioni di emergenza, delle funzioni "vitali" del sistema finanziario.

Nell'ambito dell'attività delle banche centrali del Gruppo dei Dieci il Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) ha istituito un gruppo di lavoro per la ricognizione di assetti e prassi della funzione di sorveglianza sui sistemi di pagamento e di regolamento. Altro aspetto ritenuto meritevole di attenzione è il contenimento dei rischi assunti dalle controparti centrali: tale profilo viene esaminato congiuntamente con l'International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

La definizione della normativa europea dei mercati dei capitali ha registrato un'accelerazione, portando al conseguimento di risultati rilevanti nel cammino tracciato dal Piano d'azione per i servizi finanziari. Il 30 aprile scorso è entrata in vigore la direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari e nel corrente mese di maggio quella concernente le offerte pubbliche di acquisto. Nel novembre del 2003 era stata promulgata la direttiva relativa al prospetto informativo.

La Commissione europea ha diffuso nell'aprile scorso una comunicazione che propone, fra l'altro, una direttiva quadro sui requisiti comuni per lo svolgimento dei servizi di clearing e settlement. Il documento tiene conto dell'attività che viene svolta in tale campo dal gruppo di lavoro costituito congiuntamente tra il Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e il Committee of European Securities Regulators (CESR), con il compito di elaborare standard comuni per le istituzioni che forniscono servizi di clearing e di settlement in Europa.

Nel nostro paese il funzionamento delle strutture di trading e post-trading viene costantemente seguito dalle autorità al fine di contenere i rischi di natura sistemica e favorire l'efficienza. L'attività di analisi ha continuato a trarre alimento dai flussi informativi forniti dalle società vigilate. Gli interventi hanno avuto come oggetto la coerenza dei comportamenti con il quadro normativo, la funzionalità delle procedure, l'adeguatezza dell'impianto organizzativo, l'efficacia del sistema dei controlli interni.

L'azione delle autorità è stata altresì volta a vigilare sulla realizzazione dei progetti di ampliamento dell'operatività predisposti dalle strutture di mercato. La Banca d'Italia, in coordinamento con la Consob, ha verificato la coerenza di tali iniziative con gli standard diffusi in ambito internazionale e la loro condivisione da parte degli utenti.

LA SORVEGLIANZA SUGLI SCAMBI

Sui principali mercati finanziari europei gli scambi sono risultati nel 2003 leggermente inferiori a quelli dell'anno precedente, nonostante un significativo rafforzamento della domanda di azioni e di obbligazioni private. Sono cresciuti i volumi trattati sui mercati monetario e degli strumenti derivati.

Dopo la significativa flessione del 2002, le contrattazioni sulle principali borse europee sono rimaste su volumi contenuti. A fronte degli incrementi di Madrid (12 per cento) e Londra (3), si sono registrate contrazioni su Deutsche Börse (- 5) ed Euronext (- 13). In un contesto di generale incremento degli scambi in prodotti derivati su strumenti finanziari le principali borse europee hanno evidenziato una crescita superiore al 50 per cento dei contratti sui tassi di interesse. In Italia il mercato azionario a pronti ha segnato un aumento del controvalore degli scambi intorno al 7 per cento; si è ridotto di oltre il 17 per cento quello in strumenti derivati, principalmente a causa dell'aumentata concorrenza del contratto sull'indice Eurostoxx quotato a Francoforte.

È cresciuta la concorrenza tra le strutture di trading nell'offerta di nuovi prodotti e servizi. Nel comparto degli strumenti derivati l'attività degli operatori di maggiori dimensioni tende a concentrarsi su alcuni mercati di riferimento.

Al fine di consolidare ulteriormente il suo primato nei prodotti derivati, Eurex ha avviato un'aggressiva politica commerciale sui derivati su titoli azionari europei e ha iniziato a operare negli Stati Uniti. Euronext, che ha assorbito il Liffe, mantiene una posizione di preminenza nei contratti sui tassi di interesse a breve termine.

Le società-mercato italiane hanno rafforzato la loro posizione competitiva sullo scenario internazionale, attuando strategie volte da un lato a migliorare l'integrazione con le altre componenti della filiera produttiva, dall'altro a conseguire economie di scala grazie all'offerta di nuovi servizi e mediante l'utilizzo più efficiente delle risorse disponibili.

La Borsa italiana spa ha fatto ricorso, anche nelle contrattazioni azionarie a pronti, al servizio di controparte centrale offerto dalla Cassa di compensazione e garanzia. In collaborazione con Standard & Poor's è stato lanciato un nuovo indice di riferimento per il comparto azionario italiano.

La MTS spa ha ulteriormente ampliato il novero dei mercati facenti capo al suo gruppo, con l'introduzione di circuiti di negoziazione sui titoli

di Austria, Grecia e Danimarca; dopo un nuovo tentativo di rilancio, è stato definitivamente chiuso il mercato asiatico MTS/Japan. Al fine di rafforzare la sua leadership nelle contrattazioni di titoli di Stato e favorire l'integrazione del mercato europeo del reddito fisso la società ha avviato nuove piattaforme di scambio e ha iniziato la diffusione, in collaborazione con Euronext, dei nuovi indici obbligazionari su EuroMTS.

MTS/Finland e MTS/Portugal sono stati dotati di una nuova funzionalità volta a consentire operazioni di concambio sui titoli di Stato; tale modalità tecnica è stata avviata nel corrente mese di maggio per le analoghe operazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze italiano. Ha iniziato l'attività il circuito NewEuroMTS, sul quale sono scambiati titoli in euro emessi dai nuovi paesi membri dell'Unione europea; sulla piattaforma londinese EuroMTS è stato introdotto un segmento dedicato alla quotazione, in parallelo con i diversi mercati nazionali, dei titoli a breve termine. L'accordo di accesso reciproco tra MTS/Belgium, MTS/Finland e MTS/Denmark rende gli operatori di ciascun mercato dealer anche sugli altri.

L'indice obbligazionario EuroMTS, lanciato nel maggio dello scorso anno, è calcolato sulla base dei migliori prezzi rilevati in tempo reale sui titoli di Stato denominati in euro. Oltre a fornire alla comunità finanziaria un'indicazione sintetica dell'andamento dei titoli di Stato dell'area dell'euro, permetterà di realizzare prodotti collegati all'andamento del comparto del reddito fisso, quali exchange traded funds e strumenti derivati.

Nello scorso mese di ottobre ha iniziato a operare il nuovo mercato regolamentato di strumenti finanziari Tlx, che trae origine dall'omonimo circuito di scambi organizzati.

Il mercato, gestito dalla Tlx spa, si affianca a quelli facenti capo a Borsa italiana spa e a MTS spa, ampliando la gamma dei servizi di negoziazione nella piazza italiana. Su di esso è possibile scambiare titoli di Stato italiani ed europei, obbligazioni emesse da società private e istituzioni sovranazionali, titoli derivanti da cartolarizzazioni, covered warrants. La Tlx spa gestisce inoltre un sistema di scambi organizzati denominato EuroTlx, sul quale sono quotate prevalentemente eurobbligazioni e azioni estere.

L'e-MID spa ha proseguito nell'ampliamento della partecipazione degli operatori esteri alla sua piattaforma per la negoziazione telematica di fondi monetari e di swap su tassi di interesse overnight. La riduzione dei costi per gli utenti, l'adesione di un numero crescente di intermediari di dimensione medio-piccola, nonché l'integrazione del circuito anche con sistemi di pagamento di altri paesi europei rappresentano le principali linee di sviluppo della società di gestione. È stato avviato, in collaborazione con la SIA, il potenziamento delle funzionalità offerte dalla piattaforma.

È stato ampliato l'oggetto sociale dell'e-MID spa al fine di accrescere i servizi offerti in campo tecnologico e informativo; gli assetti di governo societario sono stati allineati a quelli previsti per i mercati regolamentati. Sono state modificate le regole del mercato

al fine di accrescere la flessibilità delle modalità di negoziazione utilizzate dai singoli aderenti, introducendo la possibilità di regolare anche in modo non automatico i contratti conclusi e l'opzione per accettare manualmente le offerte di fondi.

Il mercato all'ingrosso dei titoli di Stato

Il comparto a pronti. - Nel 2003 i volumi trattati nel comparto a pronti dell'MTS sono leggermente diminuiti. La flessione delle negoziazioni sui titoli a reddito fisso è stata in gran parte compensata da un ulteriore incremento degli scambi su quelli indicizzati e a breve termine. L'incertezza del quadro macroeconomico e le tensioni internazionali hanno favorito i titoli con bassa durata finanziaria come forma di impiego temporaneo della liquidità; il differenziale denaro-lettera particolarmente contenuto li ha resi strumenti adatti anche per l'assunzione di posizioni infragiornaliere (tav. aG1).

Il volume medio giornaliero degli scambi è stato pari a 8.400 milioni di euro, inferiore del 2 per cento a quello dell'anno precedente. I BTP hanno rappresentato il 54 per cento del totale (60 nel 2002), i BOT l'8 per cento (7 lo scorso anno); i CCT e i CTZ hanno fatto registrare gli incrementi più significativi, passando, rispettivamente, dal 25 al 28 per cento e dal 6 al 9 per cento.

A settembre il Ministero dell'Economia e delle finanze ha introdotto un nuovo titolo indicizzato all'inflazione europea, i cui scambi nell'ultimo trimestre dell'anno hanno raggiunto un volume medio giornaliero leggermente inferiore a 30 milioni di euro. Nel primo trimestre del 2004, a tale titolo quinquennale si è affiancato uno decennale, emesso per rispondere al forte interesse mostrato dagli investitori istituzionali per questa tipologia di strumento.

Si è ridotta la concentrazione degli scambi sui singoli strumenti finanziari: la quota delle negoziazioni sui cinque e sui dieci titoli più trattati è stata pari, rispettivamente, al 22 e al 35 per cento, contro il 28 e 40 dello scorso anno. Gli scambi regolati attraverso la controparte centrale hanno raggiunto, nell'ultimo trimestre dell'anno, l'11 per cento del totale; aderiscono al servizio in via remota nove intermediari esteri che sono membri di Clearnet (erano sei all'avvio del servizio il 16 dicembre 2002).

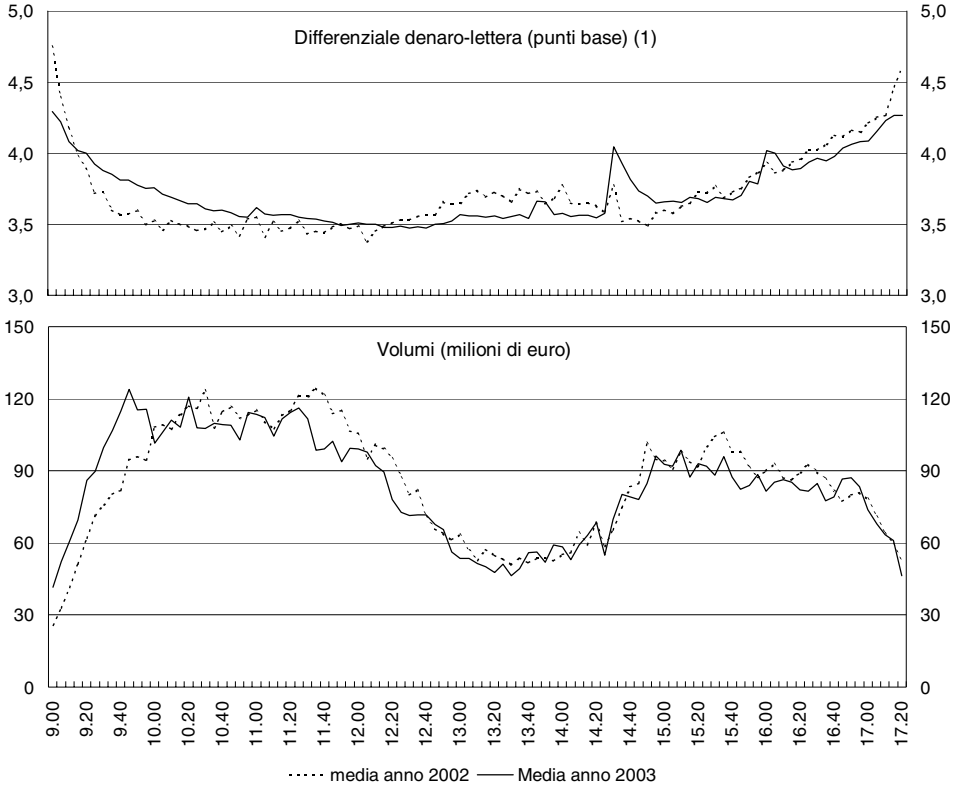
Nel corso del 2003 l'attività di contrattazione nei giorni precedenti l'emissione (grey market) è tornata a crescere. Si conferma la propensione degli operatori a utilizzare questo segmento di mercato come complemento delle strategie di investimento perseguite in sede d'asta.

Il volume totale degli scambi è ammontato a oltre 37.900 milioni di euro (31.800 nel 2002). Le negoziazioni hanno continuato a concentrarsi nell'ultimo giorno di contrattazione, coincidente con quello d'asta. I prezzi sono stati in genere leggermente inferiori a quelli di emissione soprattutto nelle aste sui BTP e sui CTZ, ma il fenomeno quest'anno ha riguardato in diversi casi anche il comparto dei BOT.

Fig. G1

MTS: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA E VOLUMI SCAMBIATI

(andamenti infragiornalieri)



(1) Dall'analisi vengono eliminate le quotazioni con spread superiore ai 200 bp.

Il differenziale medio denaro-lettera sul mercato è stato pari a 3,7 centesimi di prezzo, in linea con quanto registrato lo scorso anno (fig. G1). Si è accentuata la tendenza degli operatori principali a modificare le condizioni di offerta dei titoli in prossimità della diffusione di dati economici statunitensi.

L'uscita di intermediari di piccole dimensioni e gli interventi di razionalizzazione nella partecipazione al mercato da parte dei gruppi bancari hanno continuato a ridurre il numero degli operatori; gli aderenti in accesso remoto sono invece aumentati e hanno accresciuto il loro peso sui volumi scambiati. Le quote di mercato degli intermediari di maggiori dimensioni non sono state influenzate significativamente dalla riduzione del numero delle controparti; è aumentata, invece, la percentuale delle negoziazioni effettuate dagli operatori principali.

Gli aderenti sono diminuiti nel corso dell'anno da 153 a 141; gli intermediari in accesso remoto sono passati da 36 a 38 e la loro quota di mercato è salita dal 38 al 48 per cento. Gli operatori principali sono aumentati di una unità, portandosi a 33 (di cui

21 esteri) e hanno negoziato oltre il 93 per cento del volume totale (90 nel 2002). I primi cinque operatori principali hanno intermediato il 39 per cento degli scambi (42 nel 2002), i primi dieci il 63 per cento (62).

Si è ulteriormente accresciuto il contributo all'efficienza e alla liquidità del mercato fornito dagli operatori specialisti in titoli di Stato: i differenziali denaro-lettera da questi quotati sono stati in media inferiori a quelli praticati dagli altri operatori principali. Anche nel 2003 gli specialisti italiani sono risultati i più attivi sul mercato per volume di contrattazioni e per numero di titoli quotati e scambiati; si è inoltre registrato un miglioramento delle performance degli specialisti esteri.

La graduatoria relativa al contributo all'efficienza del mercato - redatta dalla Banca d'Italia nell'ambito della valutazione degli specialisti in titoli di Stato effettuata dal Ministero dell'Economia e delle finanze - ha segnalato anche nel 2003 un progresso nei comportamenti degli intermediari esteri. Il contributo maggiore alla liquidità degli scambi continua a essere fornito dalle banche italiane di maggiori dimensioni, che riescono a quotare un numero molto ampio di titoli con differenziali denaro-lettera particolarmente contenuti. La revisione dei criteri di valutazione degli operatori specialisti per il biennio 2004-05 operata dal Ministero ha accresciuto il peso assegnato agli aspetti qualitativi e ha introdotto penalizzazioni per comportamenti contrastanti con l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.

L'aggiornamento della piattaforma telematica del mercato, da completare entro la prima metà del 2005, è iniziato con il rilascio in produzione di una nuova configurazione del sistema centrale che ha accresciuto la capacità elaborativa di oltre il 30 per cento, in linea con le esigenze di gestione dei picchi di operatività manifestatesi negli ultimi anni.

Il comparto dei pronti contro termine – Nel 2003 il comparto pronti contro termine dell'MTS è cresciuto del 14 per cento rispetto all'anno precedente, a fronte del maggiore utilizzo di queste operazioni nelle attività di gestione della tesoreria e di prestito titoli degli intermediari. Il fenomeno, già riscontrato negli anni precedenti, è stato osservato anche in Europa, dove si è registrato un ulteriore incremento delle negoziazioni sulle piattaforme elettroniche rispetto al tradizionale canale over-the-counter. L'attività sul mercato italiano è rimasta concentrata sulle scadenze più brevi (tav. aG2).

Gli scambi medi giornalieri sono stati pari a 48.900 milioni di euro, con punte vicine a 65.000 nei mesi di giugno e settembre (43.000 nel 2002). Nel primo trimestre del 2004 i volumi sono ulteriormente cresciuti, facendo registrare una media di 56.200 milioni. Le scadenze spot-next e tom-next hanno rappresentato, rispettivamente, il 75 e il 23 per cento delle transazioni (71 e 27 nel 2002).

In Europa il mercato dei pronti contro termine è aumentato del 22 per cento nel 2003. L'analisi della correlazione tra il tasso sulla scadenza tom-next del segmento general collateral del comparto pronti contro termine dell'MTS e l'analogo tasso Eurepo ha confermato l'elevato grado di integrazione raggiunto dal mercato monetario dell'euro.

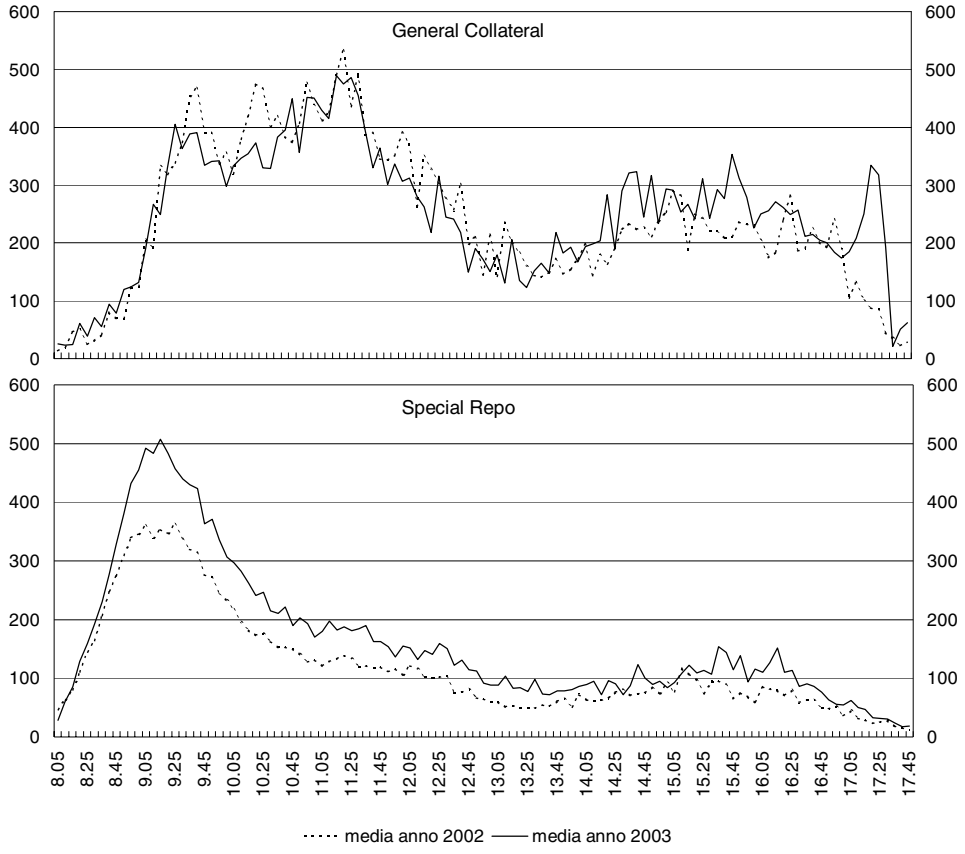
La quota degli scambi effettuati tramite la controparte centrale è risultata ancora piuttosto contenuta (4 per cento del totale nell'ultimo trimestre del 2003); rimane limitato il numero degli intermediari che, avvalendosi dell'opzione offerta dal mercato, hanno deciso di far ricorso a questa modalità di contrattazione. Il prossimo utilizzo del servizio da parte dei principali operatori italiani farà crescere sensibilmente tale quota e potrà determinare una più elevata incidenza delle scadenze più lunghe.

Il comparto general collateral ha registrato un incremento del 4 per cento dopo la forte crescita dello scorso anno. Si conferma una preferenza degli operatori per questo strumento rispetto ai depositi monetari come forma di impiego della liquidità per le scadenze diverse dall'overnight. La distribuzione infragiornaliera delle contrattazioni mostra un andamento molto simile a quello che si registra sull'e-MID (fig. G2).

Fig. G2

MTS/PCT: VOLUMI SCAMBIATI PER COMPARTO

(andamenti infragiornalieri; milioni di euro)



Il differenziale tra tassi e-MID e general collateral cresce all'aumentare della durata del contratto: nel 2003 è stato di 0,4 punti base per il tom-next, 1,7 per lo spot-next e 6 per la scadenza a un mese.

Le contrattazioni sul segmento special repo sono notevolmente cresciute rispetto all'anno precedente (33 per cento), a dimostrazione di un maggiore utilizzo dello strumento per la copertura delle posizioni assunte sul mercato a pronti. L'aumento di tale attività si è riscontrato maggiormente nelle prime ore della giornata (fig. G2). Il tasso special repo ha segnalato efficacemente le tensioni sul mercato secondario, spesso dovute alla rarefazione di determinati titoli e alla scarsa propensione degli investitori istituzionali a prestarli.

Difficoltà a reperire singoli strumenti finanziari si sono presentate in occasione di nuove emissioni e in alcune operazioni di concambio, in particolare quella effettuata nel mese di settembre. L'episodio, conclusosi con un'emissione temporanea da parte del Tesoro, ha confermato lo scarso contributo fornito dagli investitori istituzionali al mercato del prestito dei titoli, nonostante l'ampio e diversificato portafoglio di cui essi dispongono.

L'avvio di Express II ha permesso un allungamento degli orari di negoziazione per i contratti con regolamento nello stesso giorno, consentendo l'utilizzo del mercato regolamentato dei pronti contro termine per la sistemazione delle posizioni scoperte nel sistema di regolamento (cfr. il capitolo: *I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia)*.

Dal 26 gennaio 2004 il termine per le contrattazioni sulla scadenza overnight sull'MTS è stato esteso dalle ore 9,15 alle 14,45. Da quella data, le negoziazioni sono cresciute, facendo registrare una media giornaliera pari a 265 milioni di euro (45 nel 2003). I volumi risultano ripartiti in maniera pressoché equivalente tra il segmento general collateral e quello special repo; la distribuzione infragiornaliera dei contratti mostra una maggiore concentrazione di attività nelle fasce orarie che vanno dalle 9 alle 13.

Il mercato BondVision. – Il mercato regolamentato dedicato agli investitori istituzionali continua a evidenziare una fase di forte espansione. Rispetto al 2002 si è registrato un aumento dei volumi scambiati (74 per cento) e del numero degli aderenti (61 per cento). Sono significativamente cresciuti gli scambi sui titoli di Stato non italiani e su quelli non governativi, grazie anche all'ampliamento dei titoli quotati sul circuito.

La media giornaliera dei volumi negoziati è stata pari a 680 milioni di euro (390 nel 2002): il 37 per cento è rappresentato da BTP (45 nel 2002), il 19 da CCT (18) e il 31 per cento da titoli degli altri paesi dell'area dell'euro (25). Alla fine del 2003 erano presenti 159 operatori rispetto ai 99 dell'anno precedente: l'incremento ha riguardato quasi esclusivamente gli investitori istituzionali, mentre i market maker sono passati da 23 a 29. Gli operatori in accesso remoto sono aumentati da 61 a 111. Sui primi 5 operatori principali si è concentrato il 51 per cento delle negoziazioni; il volume scambiato sui dieci titoli maggiormente trattati è stato pari al 27 per cento del totale.

Altri segmenti del mercato obbligazionario

L'EuroMTS e gli altri MTS nazionali. – È proseguita la flessione degli scambi a pronti dei titoli di Stato sul circuito EuroMTS, in particolare sui comparti italiano, tedesco e francese; più stabili, e in qualche caso in leggero progresso, le negoziazioni sui titoli dei paesi europei di minori dimensioni, entrati più recentemente nel listino. Dal marzo scorso sono stati quotati, su un apposito segmento di mercato, anche i titoli a breve termine emessi dai principali emittenti sovrani dell'area dell'euro.

I volumi medi giornalieri a pronti sono scesi a 2.400 milioni di euro, contro i 2.900 dello scorso anno. I titoli italiani hanno rappresentato il 17 per cento del totale degli scambi (28 nel 2002). La quota complessiva dei titoli italiani, tedeschi, francesi e spagnoli è passata dal 64 per cento del 2002 al 54 del 2003. Le negoziazioni su strumenti finanziari emessi da altri paesi dell'area dell'euro sono invece aumentate in termini assoluti e relativi.

Della riduzione dell'attività riscontrata su EuroMTS sembrano in parte aver beneficiato i circuiti nazionali dell'area dell'euro operanti sulla piattaforma dell'MTS, che hanno fatto registrare un aumento nei volumi medi. Gli incrementi più rilevanti si sono avuti su MTS/Deutschland, che da divisione di EuroMTS quest'anno si è trasformato in un mercato indipendente; MTS/Finland ha introdotto la procedura di concambio per consentire il riacquisto dei titoli da parte del Tesoro; MTS/Portugal si è dotato di un segmento per lo scambio dei titoli a breve termine; anche MTS/Spain ha creato un comparto a breve termine e ha iniziato a negoziare i pronti contro termine. Le nuove piattaforme austriaca, greca e danese hanno avuto un avvio positivo quanto a volumi scambiati.

Su MTS/Deutschland i volumi medi giornalieri sono cresciuti di quasi il 40 per cento, da 630 a oltre 870 milioni di euro, grazie soprattutto alle componenti a breve termine; MTS/Finland è aumentato da 160 a 215 milioni di euro; MTS/Portugal e MTS/Spain hanno registrato incrementi, rispettivamente, del 17 e 21 per cento, con volumi di oltre 500 e 750 milioni di euro. I nuovi mercati dell'area dell'euro, MTS/Austria e MTS/Greece, hanno realizzato volumi di 115 e 220 milioni di euro, mentre MTS/Denmark ha superato i 500 milioni di euro, con scambi denominati in corone. Più contenute le contrattazioni su NewEuroMTS (circa 26 milioni di euro).

Il mercato dei titoli non governativi. - Le negoziazioni sulle obbligazioni non governative avvengono prevalentemente su base bilaterale o su circuiti di scambio diversi da quelli regolamentati, dove gli intermediari responsabili del collocamento svolgono, nella gran parte dei casi, direttamente il ruolo di dealer. Il ridotto ammontare delle singole emissioni rende di norma tali strumenti poco liquidi e non idonei alle negoziazioni all'ingrosso. Le contrattazioni nei mercati gestiti dal gruppo MTS continuano pertanto a rimanere modeste sull'MTS/Corporate e risultano in flessione su Eurocredit/MTS.

I 6 nuovi titoli derivanti dalle cartolarizzazioni dei crediti e dei proventi pubblici hanno ampliato il novero degli strumenti quotati sull'MTS/Corporate. Nel corso del 2003 la media giornaliera degli scambi è risultata pari a 93 milioni di euro (97 nel 2002), quasi interamente concentrati sui titoli emessi dalla Banca europea degli investimenti. I volumi sui titoli non governativi dei circuiti gestiti da EuroMTS sono diminuiti da 1.800 a 1.470 milioni di euro.

L'attività over-the-counter. – L'esame dei dati sull'attività in titoli di Stato italiani effettuata dagli operatori principali dell'MTS sul mercato over-the-counter (OTC) ha evidenziato nel corso del 2003 un aumento del 6 per cento del volume delle transazioni rispetto all'anno precedente. La domanda di strumenti liquidi ha accresciuto le negoziazioni sui titoli a breve termine e su quelli indicizzati. Per le transazioni OTC continua a essere utilizzato prevalentemente il canale telefonico, anche se il ricorso a sistemi elettronici è risultato in crescita, soprattutto da parte di alcuni intermediari nazionali.

L'analisi è stata condotta su un campione di 17 intermediari (10 residenti in Italia) la cui attività rappresenta oltre il 60 per cento di quella svolta sull'MTS dagli operatori principali. Sul mercato OTC, gli operatori appartenenti al campione hanno effettuato il 42 per cento della loro attività complessiva, concentrando le negoziazioni nel comparto dei BTP (63 per cento); i CCT e i BOT/CTZ hanno rappresentato rispettivamente il 20 e 17 per cento. Le contrattazioni OTC si sono svolte per due terzi fra intermediari e per un terzo con investitori istituzionali: la quota negoziata con questi ultimi è più elevata per gli operatori italiani rispetto a quelli esteri. L'utilizzo del canale telefonico è diminuito dal 76 al 72 per cento; i 3 intermediari italiani del campione che si avvalgono di circuiti elettronici per l'attività OTC hanno più che raddoppiato nel 2003 gli scambi conclusi attraverso tale modalità di negoziazione. È proseguita la tendenza alla concentrazione sul mercato regolamentato dei contratti pronti contro termine su titoli di Stato italiani, con un'ulteriore riduzione della quota degli scambi OTC degli operatori del campione (24 dal 28 per cento). Le transazioni con durata inferiore alla settimana sono state pari al 79 per cento del totale, quelle con scadenza fino a un mese all'11, quelle fino a tre mesi al 6 e quelle oltre tre mesi al 4. Per quanto riguarda l'attività OTC degli operatori nazionali, è diminuita la quota delle transazioni in titoli di Stato italiani (dal 72 al 68 per cento) e in titoli non governativi (dal 15 al 13 per cento), a vantaggio di quella in altri titoli di Stato dell'area dell'euro (dal 13 al 19 per cento).

Il mercato interbancario dei depositi (e-MID)

Nel 2003 il mercato dei depositi scambiati sulla piattaforma elettronica e-MID ha registrato una crescita del 5 per cento, in larga parte attribuibile ai prodotti denominati in dollari. La partecipazione di nuovi operatori esteri ha favorito la concentrazione degli scambi sul segmento *large deal*, preferito dagli intermediari di maggiori dimensioni per la possibilità di negoziare un lotto minimo di importo più elevato (tav. aG3).

I volumi medi giornalieri del comparto in euro si sono attestati a 17.800 milioni di euro (17.600 l'anno precedente); quelli sull'overnight hanno rappresentato l'86 per cento

del totale (80 nel 2002); nel comparto in dollari sono passati da 600 a 1.400 milioni di dollari. Nel primo trimestre del 2004 si è registrata una significativa crescita: è stata raggiunta una media di 18.400 milioni per il comparto in euro e di 1.500 per quello in dollari.

Il segmento large deal *ha rappresentato il 38 per cento del comparto in euro sulle quattro scadenze trattate (29 per cento nel 2002). I volumi medi giornalieri sono ammontati a 6.500 milioni di euro, in crescita del 34 per cento rispetto al 2002; l'attività degli operatori esteri ha rappresentato oltre il 64 per cento di quella complessiva.*

La variabilità del tasso overnight è stata contenuta nei periodi in cui non erano attese decisioni della Banca centrale europea sui tassi di riferimento. Episodi di maggiore volatilità si sono verificati in concomitanza con la chiusura del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria e con la fine del mese.

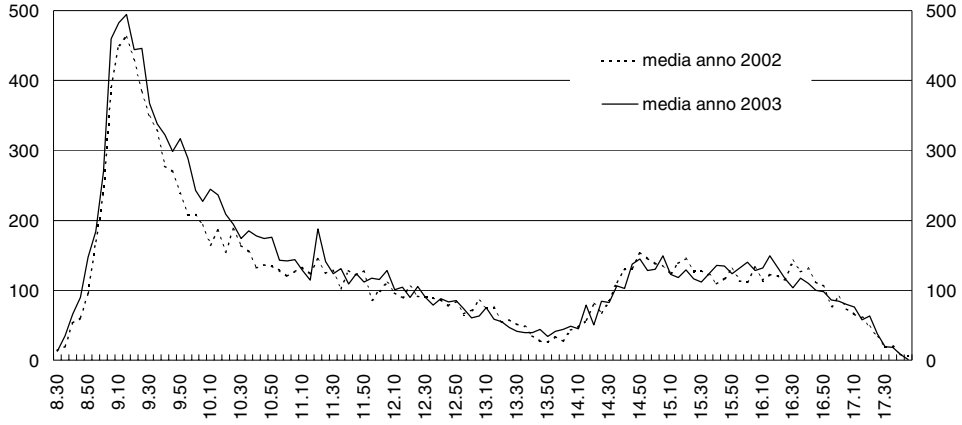
Il tasso overnight negoziato sull'e-MID si è mosso sostanzialmente in linea con l'Eonia, confermando l'elevato grado di integrazione raggiunto dal mercato monetario dell'euro. Il lieve differenziale tra i due tassi a favore degli utilizzatori del circuito italiano appare legato alla maggiore efficienza della piattaforma telematica.

Il numero degli operatori attivi sul mercato è stato di 183, di cui 52 esteri residenti in 16 diversi paesi. Dieci banche centrali, inclusa la Banca centrale europea, aderiscono in qualità di osservatori.

Fig. G3

e-MID: VOLUMI SCAMBIATI SULLA SCADENZA OVERNIGHT

(andamenti infragiornalieri; milioni di euro)



La distribuzione infragiornaliera degli scambi overnight non si è modificata sostanzialmente rispetto allo scorso anno, confermando la concentrazione dell'attività nelle prime ore della mattina (fig. G3). Il differenziale denaro-lettera, rilevato sul mercato a intervalli di 5 minuti, ha evidenziato una leggera riduzione nelle ore centrali e in quelle pomeridiane, quale probabile effetto di modifiche organizzative nelle tesorerie bancarie, che appaiono ora più attive nel corso dell'intero arco della giornata.

Nei primi mesi del 2004 si è registrato un progressivo incremento dei volumi sul mercato. Alla crescita delle negoziazioni ha contribuito la più elevata attività degli operatori esteri. L'avvio di Express II non ha modificato significativamente la distribuzione infragiornaliera dei volumi, tranne un leggero incremento degli scambi nelle prime ore della mattinata, in connessione con l'aggiustamento degli sbilanci derivanti dalle transazioni non regolate nel ciclo notturno. È ancora prematuro valutare l'impatto sul mercato del nuovo assetto della politica monetaria, entrato a regime dallo scorso mese di marzo.

Il mercato degli Overnight Indexed Swap (e-MIDER)

Il circuito telematico per la negoziazione degli Overnight Indexed Swap gestito dalla e-MID spa è cresciuto nel 2003 del 24 per cento, nonostante la ridotta volatilità dei tassi monetari. Per le sue caratteristiche di elevata trasparenza, l'e-MIDER viene utilizzato principalmente per fini di *hedging*, mentre l'assunzione di posizioni viene realizzata preferibilmente sull'over-the-counter, dove è possibile operare con importi più rilevanti pur se con differenziali più ampi.

I volumi medi giornalieri sono stati pari a circa 1.300 milioni di euro, contro i 1.050 dell'anno precedente; nel primo trimestre del 2004 hanno raggiunto 1.700 milioni. Il lotto medio dei contratti è stato di 230 milioni (252 nel 2002), a conferma del ruolo rilevante rivestito dalle banche di maggiori dimensioni. Alla fine dello scorso mese di marzo erano presenti sull'e-MIDER 58 operatori, di cui 27 esteri.

La concentrazione degli scambi è rimasta molto elevata, sebbene in leggero calo rispetto all'anno precedente: la quota dei primi 10 operatori del mercato è stata pari all'83 per cento (89 nel 2002). La quota dei primi 5 operatori italiani è scesa dal 66 al 49 per cento, riflettendo il maggior utilizzo del circuito da parte di intermediari non residenti.

Le negoziazioni si sono concentrate sui contratti con scadenze a una settimana e a un mese. Rispetto allo scorso anno si è registrato un sensibile spostamento verso le durate superiori a due settimane.

I contratti con scadenze inferiori al mese hanno rappresentato il 41 per cento del mercato, contro il 58 del 2002. Significativo è stato lo spostamento dalle scadenze a una e a due settimane verso quella a un mese, passata dal 13 al 22 per cento.

I SISTEMI DI GESTIONE ACCENTRATA, REGOLAMENTO, GARANZIA

Nel 2003 il settore del post-trading ha mostrato in Europa andamenti differenziati nei vari comparti. In generale è aumentato il valore dei titoli gestiti dai depositari centrali ed è cresciuta la presenza sui mercati a pronti delle clearing house; anche in conseguenza della compensazione delle transazioni da queste effettuata, è diminuito il numero delle operazioni regolate.

Il valore dei titoli gestiti è cresciuto del 9 per cento per il gruppo Euroclear (raggiungendo circa 12 mila miliardi di euro) e del 6,3 per cento per Clearstream International (7 mila miliardi). Il numero delle transazioni regolate è diminuito da 123 a 114 milioni per Euroclear e da 82 a 62 milioni circa per Clearstream International. È aumentato del 32 per cento il numero dei contratti compensati dalla controparte centrale inglese (LCH.Clearnet Ltd). Eurex Clearing AG, controparte centrale del gruppo Deutsche Börse, opera dal marzo dello scorso anno anche sul mercato azionario tedesco a pronti.

Proseguono i processi di innovazione e razionalizzazione produttiva. Obiettivo principale rimane il miglioramento dell'efficienza operativa e della competitività, anche attraverso l'ampliamento della gamma dei servizi offerti agli aderenti.

In Germania Clearstream Banking Frankfurt, depositario centrale controllato dal gruppo Deutsche Börse, ha introdotto nel novembre 2003, in collaborazione con la Deutsche Bundesbank, un nuovo modello di regolamento che consente l'utilizzo della liquidità depositata presso la banca centrale già nel corso del processo notturno di liquidazione. Nell'aprile di quest'anno Euroclear Bank ha esteso al mercato Euronext Bruxelles un servizio di regolamento che si affianca a quello attualmente offerto dal depositario belga (CIK) e di cui già dispone Euronext Paris. Le controparti centrali francese e inglese stanno dando attuazione all'accordo di concentrazione raggiunto nello scorso anno. È stata costituita una holding con sede a Londra, le cui controllate, LCH.Clearnet SA e LCH.Clearnet Ltd, continuano a erogare servizi sui rispettivi mercati di riferimento. L'azionista con la maggiore quota individuale nella holding è Euronext (41,5 per cento), seguito da Euroclear Bank (9,8) e dai mercati London Metal Exchange e International Petroleum Exchange (3,6); il rimanente 45,1 per cento fa capo agli utenti. I depositari centrali finlandese (APK) e svedese (VPC) hanno recentemente avviato un processo di concentrazione. Lo scorso aprile il depositario centrale spagnolo Iberclear ha iniziato a gestire anche i titoli del debito pubblico, in precedenza accentrati presso la Banca di Spagna.

Anche in Italia è cresciuto il valore degli strumenti finanziari accentrati e l'attività della controparte centrale è stata estesa ai mercati a pronti.

Nel gennaio scorso la Monte Titoli ha completato l'attivazione di Express II, il nuovo sistema di regolamento delle transazioni in titoli; in analogia con i modelli prevalenti sulle altre principali piazze finanziarie, sono ora concentrate in un unico organismo le funzioni di depositario centrale e di gestore dei sistemi di liquidazione.

I servizi di gestione accentrata

La Monte Titoli si è confermata il terzo depositario centrale europeo per ammontare di titoli amministrati.

Alla fine del 2003 il valore di mercato degli strumenti finanziari accentrati ammontava a 2.043 miliardi di euro, con un incremento del 5,9 per cento rispetto all'anno precedente. In valore nominale i titoli presso il depositario italiano erano pari a 1.643 miliardi di euro (1.575 a fine 2002). I titoli di Stato sono scesi dal 68 al 66,5 per cento; è aumentato dal 23,5 al 24,6 per cento il peso delle obbligazioni private; è rimasta sostanzialmente invariata la quota di azioni, warrant e titoli esteri, pari complessivamente all'8,2 per cento. Si è mantenuta stabile la percentuale (0,7) relativa agli strumenti finanziari detenuti tramite i 10 collegamenti in essere con depositari esteri (tav. aG4).

In linea con le tendenze in atto nei sistemi di pagamento si è ridotta la partecipazione al depositario centrale degli operatori di minore dimensione, che preferiscono avvalersi di altri intermediari; ne hanno beneficiato gli aderenti maggiori e quelli specializzati nell'offerta di servizi di custodia e regolamento.

Il numero dei partecipanti è passato da 1.916 a 1.869: a fronte di un incremento degli emittenti da 1.346 a 1.396, gli intermediari sono scesi da 570 a 473. Le banche sono diminuite da 317 a 253, le SIM da 64 a 30, gli agenti di cambio da 13 a 5. Gli intermediari esteri aderenti al sistema di gestione accentrata erano 11. È aumentato da 35 a 100 il numero dei "conti terzi" utilizzati per le esigenze di regolamento titoli (cosiddetti conti di custodia e regolamento). Il fenomeno si è rafforzato con l'avvio di Express II; alla fine dello scorso mese di marzo tali conti erano diventati 157.

La Monte Titoli ha ulteriormente ampliato l'offerta dei servizi, introducendo specifiche funzionalità per l'accentramento delle quote di exchange traded funds (ETF) e per la gestione di asset backed securities (ABS).

Il regolamento delle transazioni in titoli

Lo scorso 8 dicembre la Monte Titoli ha avviato Express II, il nuovo sistema di liquidazione delle transazioni in titoli. Esso è stato introdotto inizialmente per le sole obbligazioni di emittenti privati e di enti sovranazionali; dal 26 gennaio 2004 l'operatività è stata estesa ai restanti strumenti finanziari.

In concomitanza con l'avvio del sistema, la Monte Titoli ha attivato il nuovo servizio di riscontro e rettifica giornalieri delle operazioni, che unifica quelli precedentemente utilizzati per accedere alla liquidazione su base netta.

Express II si articola nel servizio di liquidazione netta e in quello di liquidazione lorda (cfr. il sottoparagrafo: *La liquidazione su base lorda*). Il primo prevede due cicli di compensazione delle transazioni: uno notturno, destinato a regolare la maggior parte delle operazioni, e uno diurno, che gestisce quelle non eseguite nella fase precedente. Al termine del processo diurno le transazioni ancora in attesa di regolamento sono inoltrate alla liquidazione lorda.

Il nuovo sistema presenta numerosi vantaggi: mantiene le caratteristiche di efficienza della compensazione multilaterale (*liquidity saving*); assicura la tempestiva chiusura della liquidazione anche in presenza di operazioni prive della copertura in titoli o in contante, consentendo la gestione di queste ultime nel rispetto del principio della "consegna contro pagamento"; rende possibile, sin dall'inizio della giornata operativa, il riutilizzo degli strumenti finanziari e del contante derivanti dal processo di regolamento; permette ai partecipanti di ricorrere in modo automatico al finanziamento infragiornaliero della Banca d'Italia.

*La liquidazione notturna prevede meccanismi di costituzione di garanzie a favore della Banca che consentono di ottenere da questa fondi, stanziando strumenti finanziari già disponibili (*firm collateralisation*) o in via di regolamento (*self collateralisation*). Nei due cicli netti operano processi di calcolo finalizzati a massimizzare il controvalore e il numero di operazioni regolabili, nel rispetto dei criteri di priorità stabiliti dal regolamento operativo.*

L'architettura di Express II è stata definita dalla Monte Titoli sulla base dei principi fissati dalle autorità in coerenza con gli standard internazionali. Il disegno del sistema ha beneficiato della partecipazione e del contributo attivo dei soggetti interessati: intermediari, italiani ed esteri, società di gestione dei mercati e altre infrastrutture della piazza finanziaria italiana.

Le ultime fasi dei lavori per l'avvio di Express II sono state seguite da una Task-Force costituita nell'ottobre dello scorso anno, alla quale hanno partecipato il gestore del sistema, gli intermediari e loro associazioni, gli organismi di mercato e le autorità. Il sistema è stato valutato come pienamente aderente agli standard della BCE per il regolamento delle operazioni di credito dell'Eurosistema.

Nel periodo dal 26 gennaio al 31 marzo 2004 la media del controvalore delle operazioni giornalmente immesse nel sistema è stata di 187 miliardi di euro, sostanzialmente in linea con l'ordine di grandezza della Liquidazione dei titoli. Il 90,3 per cento è stato regolato nel ciclo netto notturno, il 5,5 in quello diurno, il 2,3 nel successivo ciclo lordo; l'1,9 è risultato non regolato alla fine della giornata prevista di liquidazione.

In valore, le transazioni immesse nel sistema di regolamento titoli hanno riguardato per il 69,4 per cento negoziazioni effettuate sui mercati e per la quota residua attività svolta sull'over-the-counter. I meccanismi automatici di costituzione del collateral nei confronti della Banca d'Italia hanno rappresentato il 14,9 per cento dei saldi a debito (12,1 la sola self-collateralisation*), corrispondenti a un controvalore medio giornaliero di 941 milioni di euro (cfr. il capitolo della sezione H:* L'offerta diretta dei servizi di pagamento). *Alla fine del primo trimestre dell'anno in corso, partecipavano a Express II 143 soggetti: 122 banche, 16 SIM, 2 controparti centrali, le Poste Italiane spa, la Banca d'Italia e il Ministero dell'Economia e delle finanze; erano 7 gli aderenti in accesso remoto.*

Il primo periodo di attività - dopo alcuni limitati problemi nella fase di avvio - ha mostrato livelli di efficienza in linea con quelli dei sistemi in uso sulle piazze finanziariamente più evolute.

La liquidazione su base lorda. – Il 2003 è stato un anno di crescita per il servizio di regolamento lordo; sono aumentati il controvalore e il numero delle operazioni regolate; si è confermata la fluidità del processo di regolamento registrata negli scorsi anni.

Tav. G1

EXPRESS: OPERAZIONI PER TIPOLOGIA DI STRUMENTO FINANZIARIO

Tipo titolo	Valori assoluti		Valori %	
	Numero operazioni	Controvalori (milioni di euro)	Numero operazioni	Controvalori
Azioni	79.383	133.537	66,9	10,5
Obbligazioni	5.505	53.763	4,6	4,2
Titoli di Stato	33.835	1.080.710	28,5	85,2
Totale ...	**118.723**	**1.268.010**	**100**	**100**

Fonte: Monte Titoli spa; periodo 1° gennaio 2003/31 dicembre 2003.

Il numero delle operazioni regolate è stato in media di 466 al giorno (402 nel 2002), per un controvalore di 4.973 milioni di euro (4.368 l'anno precedente) (tav. aG5). L'utilizzo della liquidazione lorda ha continuato a riguardare in prevalenza operazioni su titoli di Stato (85,2 per cento del controvalore totale e 28,5 per cento del numero delle transazioni); i titoli azionari hanno rappresentato il 10,5 e il 66,9 per cento, rispettivamente, dell'ammontare e del numero delle transazioni (tav. G1). La quota relativa alle operazioni over-the-counter è stata pari all'85,7 per cento del totale (79 nel 2002); le operazioni di politica monetaria hanno rappresentato il 14,3 per cento (21 nel 2002). È aumentata la concentrazione: la percentuale regolata dai 5 partecipanti più attivi è passata dal 76,5 al 78,2 del controvalore complessivo. Il tempo medio di regolamento delle transazioni si è mantenuto al di sotto dei 7 minuti; come nel 2002 l'uso delle code titoli ha riguardato il 4 per cento circa del numero delle operazioni immesse; quelle non regolate hanno rappresentato lo 0,4 per cento.

Nel primo trimestre del 2004, a seguito della confluenza nella liquidazione lorda delle operazioni provenienti dai cicli netti è mutato il profilo di funzionamento del sistema. Quale effetto della flessibilità offerta da

Express II, che consente la gestione degli inadempimenti, il picco di operatività si registra dopo l'acquisizione delle operazioni non eseguite nella liquidazione diurna; ne deriva un fisiologico aumento delle operazioni in attesa di esecuzione e dei tempi medi di regolamento.

Alla fine del primo trimestre del 2004 gli aderenti sono saliti a 150 (117 nel 2002) in virtù dell'avvio di Express II, che per l'utilizzo della componente netta comporta la necessità di aderire alla liquidazione lorda. Nel periodo dal 26 gennaio al 31 marzo 2004, la media giornaliera del numero di transazioni regolate è salita a oltre 2.300 e il relativo controvalore a circa 19 miliardi di euro; nelle code titoli è transitato il 41 per cento del numero delle operazioni immesse e il tempo medio di regolamento è stato di 47 minuti.

I servizi di compensazione e garanzia

In analogia a quanto praticato dalle altre maggiori clearing house, nel maggio del 2003 la Cassa di compensazione e garanzia ha esteso il servizio di controparte centrale ai mercati azionari a pronti. Ne è conseguita un'espansione consistente dell'attività complessiva.

*L'introduzione di tale servizio avvantaggia i partecipanti al mercato attraverso sia la riduzione e la semplificazione dei rischi di controparte sia la compensazione delle posizioni contrattuali (*netting*); inoltre rafforza la liquidità del mercato con il completo anonimato delle transazioni.*

La Cassa di compensazione e garanzia ha gestito, oltre a 17,7 milioni di contratti derivati, 23,7 milioni di transazioni a pronti. Rispetto all'anno precedente, il controvalore nozionale degli scambi sul comparto dei derivati (Idem) si è ridotto del 17,6 per cento, attestandosi a circa 777 miliardi di euro, nonostante l'incremento del numero dei contratti negoziati (2,8 per cento rispetto al 2002). L'ammontare medio giornaliero dei margini iniziali dovuti dai partecipanti per l'operatività in strumenti finanziari, derivati e non, è aumentato da 869 a 974 milioni di euro. Sono leggermente cresciute anche le garanzie depositate in eccesso rispetto ai margini iniziali dovuti (da 351 milioni di euro del 2002 a 396). È aumentata dal 45 al 52 per cento la quota di garanzie costituite in contante.

Gli aderenti alla Cassa sono cresciuti di 20 unità; si è ridotto il numero dei partecipanti al comparto dei derivati; sono aumentati gli operatori dall'estero, riflettendo il processo di internazionalizzazione della piazza finanziaria italiana (tav. aG 6).

Alla fine dell'anno gli aderenti erano 140, dei quali 78 attivi in entrambi i comparti; gli operatori in accesso remoto sono aumentati da 21 a 39. I partecipanti all'Idem erano 103 (120 nel 2002): 34 generali, 26 individuali e 43 indiretti; le banche sono passate da 62 a 59, le SIM da 53 a 40, gli agenti di cambio da 5 a 4. Al comparto a pronti aderivano 113 intermediari, di cui 18 generali, 52 individuali e 43 indiretti; essi comprendevano 59 banche, 50 SIM e 4 agenti di cambio.

Contemporaneamente all'estensione del servizio di controparte centrale al mercato azionario, la Cassa di compensazione e garanzia ha introdotto, come ulteriore misura di contenimento dei rischi, un *default fund* relativo al comparto a pronti e a quello dei derivati; esso è volto ad ampliare le risorse a disposizione in caso di insolvenza di un partecipante.

La Cassa impiega le disponibilità del fondo dopo i margini dell'insolvente; ove le somme versate da quest'ultimo non siano sufficienti a coprire le perdite, possono essere utilizzate le restanti disponibilità. Alla fine del 2003 l'ammontare del default fund *era pari a 102,3 milioni di euro: il 97 per cento circa era costituito in contanti e il restante 3 in fideiussioni.*

In relazione all'andamento del mercato e ai picchi di operatività di alcuni partecipanti, la Cassa ha richiesto, in 23 giornate, il pagamento di margini aggiuntivi infragiornalieri. Ha inoltre assoggettato alla maggiorazione dei margini iniziali due partecipanti che non rispettavano temporaneamente i limiti patrimoniali minimi richiesti.

Con l'avvio di Express II 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*).

La procedura di buy-in *viene attivata qualora la consegna dei titoli non venga effettuata entro la data di validità (7 giorni per le transazioni concluse sul mercato di Borsa e 5 per quelle concluse sull'MTS); la Cassa ricorre alla procedura di* sell-out *il giorno successivo alla data di regolamento originaria, qualora il contratto non venga liquidato per mancanza del contante necessario. In entrambi i casi la Cassa incarica un intermediario di eseguire sul mercato l'operazione di acquisto o vendita dei relativi titoli e imputa al partecipante inadempiente i costi dell'operazione. Dall'avvio del nuovo sistema di compensazione e liquidazione fino al marzo scorso, la controparte centrale italiana ha fatto ricorso per tre volte al* buy-in.

L'attivazione del servizio di controparte centrale sui mercati azionari e la sostituzione della Liquidazione dei Titoli con Express II hanno avuto riflessi anche sui fondi di garanzia gestiti dalla Cassa.

Dal maggio dello scorso anno il Fondo di garanzia dei contratti aveva garantito le sole operazioni su covered warrant; a fine anno esso ammontava a 1,4 milioni di euro contro i 52,4 dell'anno precedente: la Borsa italiana ne ha stabilito la chiusura dall'8 marzo scorso. Dal successivo 24 marzo la Cassa gestisce un nuovo Fondo di garanzia dei contratti istituito dal mercato Tlx per gli scambi su covered warrant e certificates. Le consistenze del Fondo di garanzia della liquidazione, alla fine del 2003, erano pari a 34,8 milioni di euro (36,9 nel 2002); dal 26 gennaio 2004, con l'avvio di Express II, ne è stata disposta la chiusura.

LA NORMATIVA E LA VIGILANZA SULLE SOCIETÀ DI GESTIONE E SULLE INFRASTRUTTURE DEI MERCATI

In tema di stabilità ed efficienza dei mercati, la definizione degli assetti normativi in ambito nazionale ed europeo poggia ormai su un *corpus* di principi condivisi che ha come riferimento le *best practices* internazionali e trova espressione negli standard e nelle raccomandazioni che maturano nelle varie sedi di coordinamento e confronto tra autorità: G-10, IOSCO, OCSE. Per ciò che concerne il post-trading, particolare rilievo rivestono le *Recommendations for Securities Settlement Systems* del G-10/IOSCO del 2001.

Una nuova iniziativa, sempre in ambito G-10/IOSCO, è volta a formulare principi più dettagliati per lo svolgimento dell'attività delle controparti centrali.

Sono state definite 14 nuove Raccomandazioni che hanno per oggetto i rischi a cui sono esposte le clearing house. Oltre ai rischi di inadempienza dei partecipanti, vengono considerati quelli operativi, legali, di fallimento della banca di regolamento e di quella depositaria delle garanzie. Tra le misure prudenziali vengono prescritte l'adozione di adeguati sistemi di misurazione e gestione delle diverse fattispecie di rischio, nonché la dotazione di idonee risorse finanziarie.

In Europa l'approvazione della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari rappresenta un importante momento nella realizzazione del mercato unico dei capitali. Al processo di integrazione contribuiranno ulteriormente gli interventi relativi ai servizi di compensazione e di regolamento che la Commissione europea ha delineato nella nuova comunicazione di recente diffusa in materia.

È prossima la definizione di standard comuni per i sistemi europei di compensazione e regolamento da parte del Sistema europeo di banche centrali (SEBC) e del Committee of European Securities Regulators (CESR), sulla base delle *Recommendations* G-10/IOSCO.

Muovendo dai contenuti delle Recommendations, *gli standard intendono armonizzare le discipline nazionali concernenti gli aspetti fondamentali di tali sistemi: inquadramento giuridico e normativo, requisiti di efficienza, regole di funzionamento, controllo*

dei rischi, criteri di accesso, governo societario e rapporti con l'utenza, supervisione e collaborazione fra autorità, continuità operativa, trasparenza.

Una prima versione degli standard è stata sottoposta, fra agosto e ottobre 2003, a una consultazione pubblica cui hanno partecipato le principali componenti del sistema finanziario europeo.

Gli aspetti oggetto di più approfondito dibattito sono risultati l'applicabilità di requisiti prudenziali aggiuntivi alle banche che offrono servizi di custodia e di regolamento e la possibilità per i depositari centrali di svolgere attività di natura creditizia.

A tali iniziative si aggiunge, nel campo dell'autoregolamentazione, quella dell'associazione dei depositari centrali europei (ECSDA), che ha pubblicato dieci standard finalizzati ad armonizzare gli orari operativi dei sistemi di liquidazione dei titoli e le regole sulla definitività infragiornaliera dei regolamenti, eliminando così due delle "barriere" all'integrazione dei mercati europei dei capitali individuate dal secondo rapporto del Gruppo Giovannini.

L'ECSDA sta attualmente esaminando la terza barriera assegnata alla sua competenza, concernente la gestione degli eventi societari.

In Italia proseguono le azioni volte a dare attuazione al quadro normativo comunitario e ad accrescere l'efficienza e l'integrità dei mercati.

Un importante contributo allo sviluppo dell'attività transfrontaliera si attende dal recepimento della direttiva sui contratti di garanzia finanziaria (2002/47/CE), che introduce rilevanti novità in tema di utilizzo dei titoli costituiti in garanzia, di adozione della clausola del close-out netting*, di protezione delle garanzie acquisite da una controparte centrale.*

Nello scorso mese di febbraio è stata recepita la nuova direttiva in materia di antiriciclaggio (D.lgs. 20.2.2004, n.56) che ha, fra l'altro, esteso gli obblighi di segnalazione di operazioni sospette ai gestori delle strutture dei mercati.

La Banca d'Italia, insieme con la Consob, ha accompagnato la realizzazione dei nuovi servizi nel trading e nel post-trading, anche attraverso i necessari adeguamenti della normativa di riferimento.

L'espansione dell'operatività delle società vigilate ha comportato un accresciuto impegno da parte della Banca d'Italia nello svolgimento dei compiti di vigilanza. Sono stati intensificati gli incontri con gli esponenti aziendali; nell'ambito dell'attività di monitoraggio sui mercati e sui sistemi sono aumentati gli interventi aventi per oggetto aspetti di funzionamento e profili di rischio.

Il quadro di riferimento comunitario

La direttiva sui mercati degli strumenti finanziari. - Nello scorso mese di aprile è stata adottata la direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che sostituisce la direttiva CEE 93/22 sui servizi di investimento.

Il nuovo testo normativo rappresenta un'importante novità per l'ordinamento comunitario: viene introdotta per la prima volta una regolamentazione organica dei mercati finanziari, in precedenza solo limitatamente disciplinati dalla direttiva sui servizi di investimento, che lasciava ampia autonomia alle singole autorità nazionali.

Al fine di sviluppare una maggiore concorrenza nell'offerta dei servizi di trading, viene eliminata la possibilità per gli Stati membri di vietare la negoziazione dei titoli quotati al di fuori dei mercati regolamentati (concentrazione degli scambi) e introdotta una disciplina omogenea dell'esecuzione degli ordini, applicabile sia alle transazioni nell'ambito di un mercato regolamentato o di una piattaforma elettronica (Multilateral Trading Facility – MTF), sia a quelle all'interno di una banca o di una impresa di investimento (cosiddetta internalizzazione). La direttiva ha per oggetto anche la disciplina delle imprese di investimento (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo*).

Nell'ambito del negoziato, particolarmente dibattuta è stata l'applicazione alle banche e alle imprese di investimento degli obblighi di trasparenza pre-negoziale.

In materia si confrontavano due visioni: la prima tendeva ad applicare tali obblighi in modo estensivo al fine di perseguire la formazione di un prezzo "unico" per tutto il mercato, assicurando pari condizioni informative a tutti i partecipanti, a tutela anche degli investitori più deboli; l'altra impostazione mirava invece a ridurre la portata della trasparenza pre-negoziale per facilitare, attraverso la concorrenza fra i fornitori di servizi di negoziazione, la ricerca del "miglior" prezzo, con vantaggi soprattutto per gli intermediari maggiori e per gli investitori professionali.

La soluzione di compromesso adottata estende gli obblighi di trasparenza pre-negoziale alle banche e alle imprese di investimento che internalizzano in modo sistematico gli ordini dei clienti, quando negoziano - per quantitativi non superiori a dimensioni standard - azioni liquide e trattate sui mercati regolamentati.

Meno controversa, anche se ugualmente importante, è risultata la disciplina della trasparenza post-negoziale e degli obblighi in materia di esecuzione degli ordini.

Le previsioni in tema di informativa post-negoziale sono equivalenti per tutti i fornitori dei servizi di trading e prevedono la diffusione delle condizioni contrattuali alle quali le operazioni sono state concluse. Circa le modalità di esecuzione è prescritto che gli intermediari ottengano per i clienti il miglior risultato possibile, in termini non soltanto di prezzo, ma anche di costi, rapidità e probabilità di esecuzione e di regolamento. Tale obbligo può venire meno solo nei confronti di controparti qualificate (tra le quali, imprese di investimento, enti creditizi, imprese di assicurazione, OICVM e fondi pensione).

Per assicurare l'effettiva confrontabilità sia delle condizioni offerte sia dei termini a cui sono stati eseguiti gli ordini, nel preambolo della direttiva viene raccomandato agli Stati membri di eliminare gli ostacoli che possono impedire la concentrazione in ambito europeo delle informazioni che le varie sedi di negoziazione sono tenute a rendere pubbliche. Entro trenta mesi dall'entrata in vigore della direttiva, la Commissione è tenuta a presentare su tale aspetto una specifica relazione al Parlamento europeo e al Consiglio.

Il regime di trasparenza è limitato alle azioni. L'estensione alle obbligazioni può essere prevista dagli Stati membri per le proprie imprese di investimento e discusso come norma generale entro due anni dall'entrata in vigore della direttiva.

La direttiva stabilisce i principi generali della regolamentazione; la definizione di rilevanti aspetti attuativi è affidata a comitati costituiti fra le autorità nazionali.

Il testo approvato risulta ampiamente in linea con l'orientamento sostenuto dalla delegazione italiana nel corso del negoziato e volto a conseguire un regime di trasparenza sufficientemente esteso da mantenere condizioni di efficienza del processo di formazione dei prezzi e di protezione degli investitori, finora assicurate in Italia dalla regola della concentrazione degli scambi.

La comunicazione della Commissione europea in materia di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli. - Nell'aprile scorso la Commissione europea ha diffuso una nuova comunicazione al Consiglio e al Parlamento europeo sull'attività di compensazione e regolamento nell'Unione europea.

I lavori erano stati avviati nel maggio del 2002 con un processo di consultazione sull'integrazione delle infrastrutture di clearing e di settlement, che si è concluso nell'agosto del 2002; nel successivo mese di dicembre la Commissione aveva pubblicato una sintesi delle risposte ricevute.

La nuova comunicazione tiene conto di quanto emerso dal processo di consultazione e individua l'obiettivo finale nella creazione di un sistema

europeo efficiente e sicuro, che garantisca condizioni di parità concorrenziale fra i diversi fornitori dei servizi di compensazione e di regolamento.

Per il raggiungimento di tale obiettivo la Commissione considera necessarie le seguenti linee di azione: a) liberalizzazione e integrazione delle esistenti strutture di clearing e di settlement attraverso l'introduzione di regole di accesso oggettive e non discriminatorie e l'eliminazione delle barriere all'operatività cross-border; b) applicazione di una politica antitrust che elimini le pratiche di mercato restrittive e controlli i futuri processi di consolidamento dell'industria del post-trading; c) adozione di una cornice regolamentare e di supervisione comune che assicuri la stabilità finanziaria e la tutela degli investitori, attraverso il mutuo riconoscimento dei sistemi; d) introduzione di appropriate misure di corporate governance.

Le iniziative che la Commissione intende adottare prevedono, fra l'altro, la proposta di una direttiva quadro in materia di clearing e settlement che assicuri la libertà di offrire tali servizi nell'ambito dell'Unione europea sulla base di requisiti comuni.

*La direttiva dovrebbe fondarsi sui principi del mutuo riconoscimento dei servizi offerti dai sistemi nazionali e del controllo da parte dello Stato membro d'origine (*home country control*). Sulla base di tali previsioni, i sistemi di regolamento e le controparti centrali si doterebbero di un passaporto europeo, al pari delle banche che svolgono attività di custodia e di regolamento, per l'offerta dei propri servizi su base transfrontaliera.*

Il processo di consultazione sulla nuova comunicazione si concluderà il prossimo 30 luglio. Nel corso del 2005 la Commissione assumerà decisioni definitive sugli orientamenti da seguire e sulle misure da adottare.

L'attività normativa in Italia

In relazione all'avvio del servizio di controparte centrale nei mercati azionari a pronti, avvenuto nel maggio del 2003, si è reso necessario procedere a un intervento di coordinamento fra sistemi di garanzia.

Con modifica del Provvedimento Banca d'Italia 16 giugno 1999, le regole di funzionamento del Fondo di garanzia della liquidazione sono state rese compatibili con le modalità di intervento della controparte centrale, al fine di evitare duplicazioni.

In vista dell'attivazione del sistema Express II, il Regolamento n. 11768/98 in materia di mercati, emanato dalla Consob d'intesa con la Banca d'Italia, è stato modificato nella parte relativa alle insolvenze di mercato.

Un primo intervento ha riguardato l'inserimento, fra i presupposti dell'insolvenza, del mancato versamento delle ulteriori disponibilità previste dalla disciplina dei sistemi di garanzia emanata con Provvedimento Banca d'Italia 22 ottobre 2002 (ad es. versamenti al default fund*), nonché l'introduzione della possibilità di svolgere alcune attività preliminari nella fase che intercorre fra la dichiarazione dell'insolvenza di mercato da parte della Consob e l'insediamento dei commissari. Il testo è stato ulteriormente rivisto per tenere conto dei meccanismi di gestione delle inadempienze introdotti dal nuovo sistema di regolamento, per effetto dei quali la mancata copertura dei saldi debitori nell'ambito dei servizi di liquidazione non costituisce più presupposto per la dichiarazione dell'insolvenza di mercato.*

Con Provvedimento del 20 ottobre 2003 la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, ha designato il sistema Express II ai sensi del decreto legislativo 12 aprile 2001, n. 210, al fine di assicurare che gli ordini di trasferimento immessi nel sistema prima dell'apertura di una procedura di insolvenza a carico di un partecipante siano definitivi, vale a dire vincolanti e opponibili ai terzi compresi gli organi preposti alla procedura medesima.

Novità di rilievo sono quelle introdotte dalla Consob ai regolamenti 11971/99 e 11768/98 - riguardanti, rispettivamente, la disciplina degli emittenti e dei mercati - al fine di consentire ai mercati regolamentati di ammettere alle negoziazioni, in assenza di domanda degli emittenti, strumenti finanziari già quotati in un diverso mercato regolamentato.

L'attività di vigilanza

L'attività di vigilanza si è indirizzata alla verifica del rispetto delle norme, dell'adeguatezza dei profili organizzativi, dell'efficienza operativa, della corretta gestione dei rischi.

Riguardo alla coerenza delle regole di funzionamento dei mercati con il complessivo quadro regolamentare e con gli obiettivi assegnati all'azione di vigilanza, la Banca d'Italia ha fornito il proprio parere al Ministero dell'Economia e delle finanze su alcune modifiche al regolamento dell'MTS e al decreto ministeriale di autorizzazione di BondVision.

Le novità introdotte hanno riguardato i requisiti di adesione al mercato, i tipi di contratti ammessi, l'irrogazione di sanzioni per violazione degli obblighi di quotazione. Il decreto di autorizzazione di BondVision è stato modificato al fine di consentire l'accesso alle SGR che svolgono gestione sia collettiva sia individuale.

Nel settembre del 2003 la Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, ha approvato le modifiche ai regolamenti operativi della Monte Titoli e della Cassa di compensazione e garanzia, volte ad adeguare le regole di funzio-

namento dei sistemi alle nuove funzionalità offerte (cfr. il capitolo: *I sistemi di gestione accentrata, regolamento, garanzia*).

Nel concreto esercizio delle funzioni di vigilanza, sono state oggetto di particolare approfondimento le tematiche di carattere organizzativo e di continuità operativa. Si è perseguito l'obiettivo di accrescere il grado di consapevolezza delle società controllate rispetto a tali profili gestionali e sono stati richiesti miglioramenti nei controlli interni, nonché il conseguimento di un accresciuto grado di funzionalità e sicurezza.

La specifica attenzione dedicata al tema della continuità operativa tiene conto dell'elevata criticità sistemica delle infrastrutture che gestiscono i sistemi di post-trading e taluni servizi di negoziazione. L'obiettivo è quello di individuare misure idonee a rafforzare la capacità di resistere a situazioni di emergenza. A tal fine si sta avviando una consultazione su apposite linee guida per la business continuity *dei mercati finanziari e delle strutture di supporto.*

Gli incontri si sono confermati un valido strumento di confronto con i soggetti vigilati: essi agevolano il colloquio con i responsabili aziendali sulle implicazioni di nuove iniziative che le società intendono attuare; favoriscono l'approfondimento di singole tematiche o aspetti tecnici.

In relazione all'avvio dei nuovi progetti, sono state effettuate riunioni per esaminare modalità e tempi di realizzazione, scelte metodologiche, capacità di misurazione e gestione dei rischi. Attraverso successivi interventi sono stati sollecitati, ove opportuno, rafforzamenti degli assetti finanziari e organizzativi.

La vigilanza sui sistemi di trading e di post-trading si fonda anche su un'intensa attività di controllo in tempo reale e di analisi volta a verificare aspetti di ordinato funzionamento e specifici profili di rischio; a tale scopo sono stati elaborati indicatori di tipo quantitativo utilizzati per la misurazione dei fenomeni osservati.

In presenza di situazioni di anomalia, sono stati effettuati con tempestività interventi presso le società di gestione, anche attraverso contatti telefonici o per posta elettronica, al fine di assicurare rapidità nel processo di comunicazione tra organo di supervisione e soggetto vigilato e perseguire un adeguato grado di efficienza dei sistemi lungo tutto l'arco della giornata operativa.

Tali interventi sono finalizzati ad acquisire chiarimenti, verificare il grado di consapevolezza della società rispetto al problema segnalato, garantirne il tempestivo superamento. Per alcuni problemi tecnici con ripercussioni più ampie sugli operatori, è stata chiesta alla società responsabile la redazione di un incident report; *nei casi più rilevanti, si sono svolti successivi incontri di approfondimento.*

Nel corso del 2003 sono stati effettuati complessivamente 25 incontri con esponenti aziendali delle società vigilate; talora le riunioni hanno visto la partecipazione di altre autorità e di rappresentanti di associazioni di categoria. Quelli di natura settoriale, riguardanti singole iniziative o particolari aspetti tecnici, sono risultati prevalenti. Gli interventi, diversi dagli incontri, attuati sulle società che gestiscono i sistemi oggetto di supervisione sono stati 37, la maggior parte dei quali ha riguardato il corretto e ordinato funzionamento dei sistemi vigilati.

I risultati di bilancio conseguiti dalle società che gestiscono nel nostro paese le strutture di trading e di post-trading hanno riflesso l'andamento dei mercati finanziari; sono stati altresì influenzati dal rilevante sforzo di adeguamento dell'offerta dei servizi all'utenza.

Alla fine del 2003 le società della piazza finanziaria – includendo in tale definizione i gruppi MTS e Borsa italiana, nonché l'e-MID spa – avevano 479 dipendenti (459 nel 2002). Il loro patrimonio consolidato, al netto degli utili distribuiti, è risultato pari a 271 milioni di euro, in calo del 4 per cento rispetto all'anno precedente.

I ricavi dell'attività tipica sono lievemente cresciuti, raggiungendo 244 milioni di euro (242 nel 2002). A fronte di un incremento del 4,3 per cento dei ricavi per i servizi di negoziazione, clearing e settlement resi agli intermediari, si è registrata una contrazione del 19 per cento di quelli prestati agli emittenti (quotazione e gestione accentrata di eventi societari). Sono risultati invariati i corrispettivi derivanti dalla diffusione dell'informativa di mercato.

La quota dei ricavi complessivi relativa ai servizi agli intermediari ha raggiunto il 75 per cento (73 nel 2002); quella riguardante l'informativa di mercato è rimasta pari al 15 per cento; quella generata da prestazioni in favore degli emittenti è diminuita dal 12 al 9,7.

Il valore aggiunto delle società della piazza finanziaria – calcolato come differenza tra il totale dei ricavi e i costi per acquisto di beni e servizi – si è attestato a 116,5 milioni di euro (118 nel 2002) per l'incremento dei costi della produzione.

L'utile consolidato è sceso da 40 a 20,6 milioni di euro, per l'aumento dei costi del personale e gli effetti dell'ammortamento delle differenze di consolidamento di Monte Titoli da parte di Borsa italiana.

L'espansione internazionale dei mercati vigilati ha dato luogo al vaglio da parte della Banca d'Italia di oltre 50 richieste di adesione di società estere, riguardanti in prevalenza BondVision. In più di 30 casi l'istruttoria ha richiesto l'attivazione dei previsti canali informativi con le competenti autorità di vigilanza dei paesi interessati.

H – LA SORVEGLIANZA E L'OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO

Nel 2003 si è intensificato l'impegno delle banche centrali per armonizzare le politiche e gli interventi necessari a fronteggiare i rischi e a cogliere le opportunità insite nei processi di ampliamento dei mercati e di innovazione tecnologica. Queste tendenze assumono particolare rilievo in Europa, per effetto dei processi di completamento del mercato unico dei pagamenti, di integrazione delle infrastrutture e di allargamento della UE.

Nell'ambito della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) è stata avviata una ricognizione delle metodologie di sorveglianza adottate dalle banche centrali, al fine di definire un quadro generale delle politiche e delle modalità di intervento.

Il confronto tra paesi fa emergere analogie e differenze nell'assetto istituzionale della Sorveglianza, con riguardo sia alle aree oggetto del controllo sia alle sue modalità di esercizio; in molti ordinamenti, incluso quello italiano, si è giunti a una maggiore formalizzazione della funzione attraverso la previsione di specifiche normative. È inoltre crescente il riconoscimento della rilevanza dei pagamenti al dettaglio e dei "quasi-sistemi" privati per il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti, cui si connettono compiti di sorveglianza per la rimozione di possibili carenze di mercato.

Un'attenzione crescente è stata posta sulla necessità di rafforzare le infrastrutture del sistema dei pagamenti. In tale contesto è stata estesa ai paesi non aderenti al Gruppo dei Dieci l'esperienza maturata nell'ambito della BRI nella formulazione di standard per l'affidabilità e l'efficienza dei sistemi. Ha anche preso avvio una revisione dei meccanismi di sorveglianza cooperativa della SWIFT; nell'ambito della strategia di contenimento dei rischi di ampia portata, particolare attenzione è stata rivolta alle misure adottate dalla società e alla connessa azione di stimolo tesa ad assicurare sufficienti condizioni di continuità operativa. Si è accresciuto il coinvolgimento della Sorveglianza nell'azione internazionale di contrasto al finanziamento del terrorismo e al riciclaggio di proventi di attività illecite, in considerazione dei rischi di utilizzo dei sistemi di pagamento a tali fini.

In seno al Gruppo di azione finanziaria internazionale (GAFI) – istituito nell'ambito dell'OCSE – è stata avviata un'analisi sulle tipologie più ricorrenti di utilizzo dei sistemi di pagamento per attività di finanziamento del terrorismo al fine di identificare indicatori

oggettivi delle operazioni sospette di trasferimento fondi. Specifici approfondimenti sono stati condotti nell'ambito dell'Asia-Europe Meeting (ASEM) e del Gruppo dei Sette sui sistemi alternativi di trasferimento fondi, particolarmente attivi nelle operazioni transfrontaliere.

In Europa l'azione è stata rivolta alla definizione di un più chiaro quadro normativo e operativo atto a garantire condizioni di stabilità e di efficienza allo sviluppo del mercato unico.

Nell'area dei pagamenti all'ingrosso si sono intensificati i lavori per la realizzazione della nuova generazione del sistema TARGET. Il progetto intende offrire agli intermediari soluzioni operative innovative e di elevato livello tecnologico, riducendo i costi del decentramento tecnico pur nel riconoscimento delle specificità nazionali. Esso riveste un'importanza fondamentale per la competitività della piazza finanziaria europea.

Nel settore dei pagamenti al dettaglio è proseguita, da parte della comunità bancaria, la realizzazione dell'area unica dei pagamenti (Single Euro Payment Area - SEPA). Le banche centrali hanno intensificato l'attività di cooperazione con il mercato al fine di incentivare le banche a superare i ritardi nella realizzazione del progetto.

Il secondo rapporto sui progressi compiuti nella realizzazione della SEPA, pubblicato nel 2003 dalla BCE, evidenzia il permanere di ritardi rispetto agli impegni assunti dalle banche europee per l'adozione di standard STP per i bonifici e per la predisposizione delle infrastrutture. Alla luce di tali risultati, l'European Payment Council (EPC) – l'organismo di emanazione bancaria preposto al governo del progetto – ha risposto alle richieste di monitoraggio della SEPA da parte dell'Eurosistema predisponendo indicatori specifici; essi hanno confermato, nel marzo 2004, il permanere delle difficoltà rilevate. In particolare la convenzione Credeuro, che definisce i requisiti minimi di un bonifico con le caratteristiche di economicità e velocità coerenti con il Regolamento 2560/2001, è stata sottoscritta da 425 istituzioni creditizie europee (di cui 82 banche italiane) ma mancano ancora alcuni grandi gruppi. La prima realizzazione concreta della Pan-European ACH (PEACH), creata dall'EBA con il sistema STEP2, è rimasta limitata ai bonifici transfrontalieri, risultando ancora incerto l'auspicato processo di migrazione dei pagamenti nazionali nell'infrastruttura europea, così come l'adozione di convenzioni per i pagamenti pre-autorizzati e di standard per i servizi di pagamento innovativi.

Nel giugno 2003, dopo una consultazione pubblica, l'Eurosistema ha adottato una metodologia comune per la classificazione e la valutazione dell'efficienza e dell'affidabilità dei sistemi di pagamento al dettaglio in euro (Standard di Sorveglianza) con l'obiettivo di armonizzare l'attività di sorveglianza delle BCN (cfr. *Bollettino Economico* n. 42, 2004). Sono proseguiti i lavori volti a sostenere l'innovazione tecnologica nel settore dei pagamenti per i profili di efficienza e di affidabilità; in tale ambito, nel

maggio 2003 l'Eurosistema ha pubblicato il rapporto *Electronic Money System Security Objectives* (EMSSO).

Gli Standard di Sorveglianza adattano la metodologia dei Princìpi fondamentali previsti per i sistemi di pagamento di rilevanza sistemica (SIPS) a quelli al dettaglio. Essi definiscono i sistemi a rilevanza preminente (Prominent Important Retail Payment Systems, PIRPS) per i quali, a fronte di una minore preoccupazione per i rischi finanziari, si applica un sotto-insieme dei princìpi dei SIPS (solidità del quadro legale, efficacia della governance, non discriminazione nell'accesso, trasparenza, efficienza tecnico – operativa ed economica, consapevolezza dei rischi). Il sistema italiano BI-COMP è stato classificato come un PIRPS; è in corso la valutazione della conformità di BI-COMP ai princìpi previsti per tali sistemi.

*Il rapporto EMSSO, che si pone in linea di continuità con quello della BCE del 1998 (*Report on Electronic Money*), contiene una descrizione degli schemi esistenti, un'analisi dei rischi a essi associati, nonché la lista dei relativi obiettivi di sicurezza tecnica. Esso individua i requisiti minimi di sicurezza per gli schemi di moneta elettronica, a fronte delle possibili minacce di contraffazione, malfunzionamento e attacchi criminali. Enuncia inoltre gli obiettivi di assicurare parità di condizioni tra schemi diversi nell'area dell'euro e di facilitarne l'interoperabilità.*

La Commissione europea ha proseguito i lavori per la definizione di un nuovo quadro giuridico per i pagamenti europei (*New Legal Framework*), che mira a superare le frammentazioni nazionali; si sono intensificate le attività di analisi degli impatti del Regolamento n. 2560 del 2001, volte a eliminare le differenze tra le condizioni applicate alle operazioni di pagamento nazionali e a quelle analoghe all'interno della UE.

Il New Legal Framework *tende a realizzare condizioni uniformi sia per l'offerta dei servizi, da improntare a regole di sicurezza e di trasparenza, sia per i meccanismi di tutela del consumatore, orientati a principi di semplicità e di immediatezza. In questo campo, ampio consenso è stato registrato sulla necessità di intervenire nei segmenti in cui è ancora elevato il grado di disomogeneità (segnatamente la disciplina sui fornitori di servizi) e di adottare in modo uniforme le raccomandazioni del GAFI.*

Entro il 1° luglio la Commissione è tenuta a riferire al Parlamento e al Consiglio sull'applicazione del Regolamento 2560/2001 (art. 8) e sulle eventuali esigenze di modifica. In Italia, in linea con quanto auspicato a livello europeo, la Sorveglianza è orientata a esercitare adeguate forme di controllo sia per la verifica dell'aderenza delle prassi adottate dagli operatori alle prescrizioni comunitarie, sia per individuare le possibili criticità, anche di natura normativa e interpretativa, e promuoverne il superamento.

In Italia l'azione di indirizzo e controllo si è rafforzata con l'emanazione, nel febbraio 2004, del provvedimento che fissa i princìpi di riferimento per l'esercizio della Sorveglianza. La Banca d'Italia ha proseguito,

in collaborazione con le autorità interessate e con la comunità bancaria, l'opera di ammodernamento del sistema dei pagamenti all'ingrosso, al dettaglio e di quelli pubblici.

Nell'area dei pagamenti di importo rilevante, la partecipazione della Banca d'Italia con un ruolo di primo piano al progetto TARGET2 testimonia gli elevati livelli tecnologici e funzionali raggiunti dal nuovo BI-REL, riconosciuti anche dal FMI nell'ambito di un esercizio di valutazione condotto a livello internazionale. Gli intermediari hanno utilizzato in modo fluido le funzionalità da esso previste per la gestione della liquidità, in particolare dopo l'avvio del nuovo sistema di regolamento dei titoli Express II.

Nell'ambito dell'azione di sorveglianza si sono intensificati nell'anno le iniziative e gli interventi volti a innalzare qualità e sicurezza delle infrastrutture e degli strumenti di pagamento al dettaglio e ad adeguare il sistema nazionale agli standard europei. Nella prospettiva dell'innovazione, sono divenuti più articolati i progetti per incentivare la diffusione e l'utilizzo delle nuove tecnologie nell'offerta di servizi di pagamento alle imprese; l'attività procede di pari passo con quella per il completamento del quadro normativo per la dematerializzazione dei documenti commerciali.

Nel 2003 è proseguita l'azione volta a estendere l'impiego delle nuove tecnologie ai pagamenti pubblici, con la progressiva attuazione delle linee strategiche di sviluppo della tesoreria statale telematica (SIPA) e del sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope). Il SIPA ha raggiunto un'ulteriore importante tappa nel percorso di informatizzazione dei pagamenti pubblici, interessando anche quelli per stipendi e pensioni statali. Per le finalità del Siope, è in corso di estensione alle amministrazioni periferiche dello Stato e agli enti pubblici territoriali la codifica gestionale degli incassi e pagamenti già utilizzata per le amministrazioni centrali. Con l'entrata a regime del Siope, che il Ministero dell'Economia colloca nel 2005, sarà possibile mettere a disposizione dello stesso Ministero una base informativa ampia e tempestiva sui flussi finanziari degli enti pubblici per finalità di monitoraggio.

L'ATTIVITÀ DI SORVEGLIANZA

Il quadro normativo

In attuazione dell'art. 146 del Testo unico bancario, il 24 febbraio 2004 – dopo il parere della BCE e la consultazione dei principali operatori del mercato dei pagamenti nazionale – è stato emanato il provvedimento quadro recante disposizioni sull'esercizio della Sorveglianza da parte della Banca d'Italia. In un'ottica di trasparenza e in aderenza ai principi formulati nelle sedi internazionali, esso esplicita gli obiettivi della funzione e i corrispondenti oneri a carico degli operatori, individuati con riferimento ai diversi settori rilevanti per il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti.

Il provvedimento specifica le finalità della Sorveglianza attraverso la definizione degli obiettivi di affidabilità (essenzialmente orientata alla prevenzione dei rischi, operativi e di regolamento) e di efficienza (misurata in termini di tempi e costi dell'intero ciclo di trasferimento monetario); sottolinea la rilevanza del raccordo tra tutti i soggetti coinvolti nei meccanismi di produzione e di erogazione dei servizi di pagamento (cosiddetto approccio *end to end*). L'ambito di esercizio della funzione coincide con l'area dei sistemi di pagamento "rilevanti", delle relative infrastrutture di supporto, degli strumenti diversi dal contante di tipo sia tradizionale sia innovativo. I profili di responsabilità e i connessi adempimenti verso la Sorveglianza vengono individuati in relazione all'attività svolta dagli operatori a prescindere dalla loro caratterizzazione soggettiva, finanziaria o meno.

La "rilevanza" dei sistemi è desunta dalle loro dimensioni e caratteristiche operative, dalla tipologia dei partecipanti e dalla forma del mercato di riferimento. I gestori dei sistemi, al fine di garantire un adeguato raccordo fra tutti i soggetti interessati dal meccanismo di trasferimento monetario, sono chiamati, tra l'altro, a prevedere regole di funzionamento chiare (inclusi i criteri di accesso e le condizioni economiche), nonché meccanismi di controllo dei rischi adeguati alla morfologia del sistema stesso. Analoghi obblighi riguardano i gestori delle infrastrutture del sistema dei pagamenti, chiamati a garantire – specie nel caso delle infrastrutture cosiddette "qualificate" – adeguati livelli di continuità operativa. I soggetti che emettono o gestiscono strumenti di pagamento, infine, devono assicurare il trasferimento o il prelievo della moneta in tempi certi e rapidi; particolare rilevanza è attribuita alla sicurezza tecnica e giuridica, anche

per le esigenze di contrasto all'utilizzo illecito (ad es., per frodi o contraffazioni) o per finalità illecite (ad es., il riciclaggio dei proventi di attività criminali) degli strumenti e dei relativi circuiti.

La nuova normativa prevede obblighi di informativa a carico degli operatori, da adempiersi sia di propria iniziativa sia in risposta a richieste della Sorveglianza; a ciò si connette il potere della Banca d'Italia di rendere pubbliche le informazioni di cui si renda necessario assicurare la generale conoscibilità.

Gli operatori sono tenuti a dare informativa alla Sorveglianza di iniziative rilevanti per il sistema dei pagamenti, tra le quali assume specifico rilievo la preventiva sottoposizione alla Banca d'Italia di eventuali codici di condotta o di autodisciplina per la valutazione della loro coerenza con gli obiettivi complessivi della sorveglianza.

Ferma restando l'immediata applicabilità del provvedimento, più dettagliate indicazioni potranno essere oggetto di istruzioni che la Sorveglianza emanerà nelle richiamate aree di interesse in coerenza con le altre attività normative di competenza.

Sotto il profilo della produzione normativa di diretta competenza della Banca d'Italia, assumono rilievo gli adempimenti attuativi della cosiddetta settlement finality (decreto legislativo n. 210/2001), relativi, in particolare, alla definizione di adeguate procedure di scambio informativo – all'interno e all'esterno dell'Istituto – in concomitanza con l'insolvenza di un intermediario partecipante a un sistema di pagamento o di regolamento titoli. Nell'area degli strumenti di pagamento si segnala l'emanazione delle Istruzioni di vigilanza sugli Istituti di moneta elettronica (IMEL).

Sul piano esterno, oltre alle consolidate attività di collaborazione e confronto con le autorità più coinvolte nel settore dei pagamenti (ad es., il Centro nazionale per l'informatica nella pubblica amministrazione e l'Autorità garante per la protezione dei dati personali) sono da segnalare i contributi forniti all'elaborazione di specifiche proposte legislative, comportanti l'introduzione di misure volte a contrastare l'utilizzo fraudolento e/o a scopi illeciti di carte di pagamento (cfr. § successivo). Nella stessa direzione si pone il supporto prestato alla Commissione Giustizia della Camera dei Deputati per l'esame di una proposta di legge per la razionalizzazione delle modalità di gestione dei dati presenti in archivi informatici, considerati i potenziali impatti sulla disciplina della Centrale d'allarme interbancaria.

Gli strumenti di pagamento tradizionali

Nel 2003 il numero di operazioni effettuate con strumenti di pagamento bancari e postali diversi dal contante è aumentato del 3,7 per cento.

L'evoluzione degli strumenti bancari, che costituiscono la quota più significativa del totale, è la sintesi di andamenti divergenti tra le diverse

componenti (tav. aH4). È proseguita la riduzione degli assegni bancari e circolari (6,3 per cento), mentre i bonifici automatizzati e gli addebiti preautorizzati sono aumentati rispettivamente del 6,6 e 3,2 per cento. Le carte di debito hanno rappresentato lo strumento più utilizzato con circa 570 milioni di transazioni su POS e un aumento dell'8 per cento. Il numero delle carte di debito, circa 25 milioni nel 2003, si è collocato sui livelli dell'anno precedente.

È risultata sostenuta l'espansione dell'offerta delle carte di credito da parte degli intermediari, ricollegabile, più che in passato, all'erogazione di crediti al consumo e a programmi promozionali di fidelizzazione della clientela (carte *co-branded*, carte *loyalty* ecc.). Il numero complessivo di carte attive è cresciuto di circa un milione, raggiungendo a fine anno 12,5 milioni di unità; il numero di transazioni è aumentato del 4,4 per cento.

Il volume dei prelievi da ATM è aumentato del 2,8 per cento (tav. aH5), in rallentamento rispetto all'anno precedente, all'inizio del quale tali operazioni avevano tratto forte impulso dalla doppia circolazione lira-euro.

È in atto da diversi anni un significativo mutamento nelle preferenze degli operatori, soprattutto delle famiglie, nella scelta degli strumenti di pagamento bancari; si registra un deciso spostamento verso le transazioni con carte di credito e di debito – accentuatosi, per le seconde, soprattutto nei primi mesi del 2002 con l'introduzione dell'euro – e gli addebiti automatici per i pagamenti ricorrenti, a scapito prevalentemente degli assegni e dei prelievi di contante da ATM. Tra il 1998 e il 2003 il rapporto tra transazioni con carte e quelle con assegni è passato da 0,50 a 2 e quello tra pagamenti con carte e prelievi di contante da ATM da 0,70 a 1,50. Di rilievo sono stati anche gli incrementi nei rapporti tra addebiti automatici e assegni e tra bonifici e assegni, a conferma della crescente preferenza del pubblico per strumenti di pagamento elettronici rispetto a quelli cartacei. I fenomeni evidenziati appaiono comuni, pur se con differente intensità, alle diverse aree geografiche del Paese (tav. aH6).

Nel 2003 si è accresciuta l'offerta della Poste Italiane spa di mezzi di pagamento che richiedono la titolarità di un conto corrente. I conti postali sono aumentati di circa 800.000 unità (da 48 a 61 per ogni 1.000 abitanti); nel confronto internazionale, alla fine del 2002, l'Italia seguiva la Francia (170), il Regno Unito (235) e la Svizzera (351).

Nell'ultimo triennio i conti postali, per oltre il 90 per cento di pertinenza delle famiglie, sono più che triplicati passando da quasi un milione nel 2000 a circa 3.6 milioni alla fine del 2003 (nello stesso periodo i conti correnti bancari sono rimasti sostanzialmente invariati intorno a 41 milioni). La capillarità della rete territoriale ha reso possibile una crescita in quasi tutte le aree del Paese con incrementi maggiori nel Sud. I fattori di diffusione dei conti postali sono da ricollegare a tariffe che ne incentivano l'utilizzo tramite strumenti di pagamento ormai pienamente interoperabili con quelli propri dei circuiti bancari.

Con riguardo ai servizi di pagamento erogati, finora incentrati sui bollettini postali, gli aumenti maggiori hanno riguardato gli addebiti preautorizzati, le operazioni con carte di pagamento e gli assegni postali.

Tav. H1

CONDIZIONI APPLICATE SU ASSEGNI BANCARI E BONIFICI ORDINARI

Strumenti	Tempi								
	medi			minimi			massimi		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Assegni									
valuta	3,9	3,9	4,0	2,2	2,1	2,1	6,1	6,9	6,1
disponibilità	6,6	6,8	6,4	5,5	5,6	5,4	7,9	7,9	7,5
non stornabilità	9,4	9,6	9,3	8,1	8,4	7,9	10,0	11,0	10,5
Bonifici									
valuta	2,1	2,3	2,0	1,9	2,1	1,8	4,5	4,0	2,8
disponibilità	2,5	2,0	2,4	1,9	1,3	1,9	3,8	2,9	3,7

Fonte: Elaborazioni su indagini condotte nel marzo 2002, 2003 e 2004 (per l'ultimo anno i dati sono parzialmente stimati). Per i fenomeni rilevati e per la metodologia di calcolo cfr. in Appendice la sezione: *Note metodologiche*

Come negli anni precedenti sono stati effettuati, in collaborazione con le Filiali, approfondimenti conoscitivi presso le direzioni generali delle banche e un campione di sportelli, aventi per oggetto le modalità e le condizioni applicate alla clientela per i più diffusi strumenti di pagamento (assegni e bonifici). I risultati delle indagini sono divulgati all'esterno e orientano gli interventi della Sorveglianza. Essi evidenziano una graduale evoluzione delle politiche delle banche tese, anche su sollecitazione della Sorveglianza, a semplificare e rendere più trasparenti le condizioni dei servizi di pagamento e ad avviare un processo di riduzione dei tempi per l'esecuzione delle operazioni.

Nell'ambito del progetto Patti chiari, promosso dall'ABI, dal marzo 2004 è stato fissato a 8 giorni lavorativi (ridotto a 7 dal prossimo ottobre) il termine massimo per il riconoscimento alla clientela della disponibilità delle somme derivanti dalla negoziazione degli assegni. La fissazione del limite entro cui deve collocarsi l'offerta delle singole banche segna un progresso in termini di certezza dell'incasso e di informativa alla clientela. Il progetto presenta margini significativi di miglioramento in relazione all'elevato grado di automazione del comparto e alla possibilità di ridurre i tempi del ciclo interbancario, che si avvicinerebbe ad un livello confrontabile con quello (intorno ai 3 giorni) dei paesi avanzati con più intenso utilizzo degli assegni.

Il raffronto tra i dati pubblicati nell'ambito dell'iniziativa e quelli storici segnalati alla Sorveglianza evidenziano comportamenti e strategie delle banche aderenti a Patti chiari assai diversificati. Su 52 banche, la quasi totalità di quelle che hanno inizialmen-

te aderito al progetto e detentrici del 65 per cento dei conti correnti passivi del sistema bancario, 17 hanno sensibilmente ridotto il loro livello di partenza, superiore agli 8 giorni, scendendo in molti casi a un limite uguale o inferiore a 7 giorni; altre 9, che già erano al di sotto del limite stabilito, lo hanno ulteriormente abbassato; delle restanti 26 banche, la metà ha mantenuto invariati i tempi mentre per le altre si registra un peggioramento. Oltre la metà delle banche (33) ha fissato per i termini di revocabilità degli importi (cosiddetta non stornabilità) gli stessi tempi previsti per la disponibilità delle somme alla clientela, realizzando in tal modo una significativa semplificazione delle condizioni.

Nell'area dei bonifici gli interventi della Sorveglianza si sono mossi con l'obiettivo di conformare – favorendo l'adozione di adeguate forme di autoregolamentazione da parte del sistema bancario – i bonifici nazionali agli standard di certezza e di trasparenza decisi a livello europeo e recepiti dalla convenzione Credeuro.

I parametri di riferimento per l'armonizzazione – contenuti anche nella Direttiva 97/5/CE sui bonifici transfrontalieri e ampiamente ripresi nello schema del New Legal Framework della Commissione – riguardano, in particolare: i criteri per la determinazione della data di accettazione dell'ordine di bonifico; la fissazione di un tempo limite complessivo per l'esecuzione dell'operazione, riveniente da ulteriori specifici limiti temporali sia per la tratta interbancaria sia per quella tra la banca e il cliente; il rafforzamento degli obblighi informativi, sia ex ante sia ex post; la previsione di forme di tutela stragiudiziale disponibili per la clientela nei casi di contenzioso con la propria banca.

Dalle indagini presso gli sportelli bancari nel 2003, l'importo medio delle commissioni sui bonifici transfrontalieri, incluse quelle operative, risulta pari a 22,5 e 16,8 euro, rispettivamente per i bonifici in partenza e in arrivo. Tali condizioni risultano più onerose rispetto a quelle praticate sui bonifici interni (tav. aH12) anche a causa di una non completa automazione del comparto (presupposto indispensabile per l'applicazione di pari condizioni tra le due tipologie di operazioni) e per il fatto che permane limitato il numero delle relative operazioni.

È ancora elevata la quota di bonifici interni con coordinate bancarie incomplete (quasi il 10 per cento del totale) che sono rilevate solo al momento dell'accredito al beneficiario, con appostazione su conti transitori e conseguente allungamento dei tempi di riconoscimento delle somme ai beneficiari (in media due giorni in più).

Il problema delle frodi con carte di pagamento è oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità e degli operatori, in relazione alla crescente diffusione dell'utilizzo di tale strumento, anche nelle transazioni su rete.

Nell'ambito del Fraud Prevention Action Plan la Commissione ha definito misure tese ad armonizzare le legislazioni nazionali per il perseguimento dei reati di frode, per estendere le misure repressive agli strumenti elettronici e per accrescere la consapevolezza e la prevenzione a livello europeo. La BCE ha allo studio la creazione di un archivio europeo sulle frodi e la messa a punto di una metodologia armonizzata di rilevazione di

tali fenomeni. L'azione si affianca all'emanazione da parte dell'EPC di raccomandazioni alle banche europee per individuare una strategia comune per combattere le frodi, basata sullo scambio di informazioni e sullo sviluppo di tecnologie di prevenzione adeguate. Nell'ottica dell'estensione delle modalità di contrasto all'utilizzo illecito degli strumenti di pagamento, rileva infine la possibilità – allo studio presso la Commissione e il sistema bancario – di introdurre l'utilizzo obbligatorio del PIN anche per le carte di credito.

In concomitanza con l'impegno della Commissione europea e della BCE, l'azione di sorveglianza sul mercato nazionale si è intensificata con interventi presso le sedi associative e gli enti di gestione dei circuiti: la sua efficacia è accresciuta dal potenziamento delle basi informative disponibili.

Le rilevazioni disponibili indicano che, a livello nazionale, le frodi su carte di pagamento hanno rappresentato nel 2003 meno dell'1 per mille del valore delle transazioni: le carte di debito hanno registrato livelli di frode di gran lunga inferiori a quelli delle carte di credito grazie anche all'abbinamento del codice PIN su ATM/POS. Più elevate sono state le frodi sulle transazioni estere (in linea con quanto accaduto a livello europeo, tra il 5 e l'8 per mille) e su quelle effettuate tramite ordine a distanza; sono in diminuzione le frodi relative alle transazioni su internet.

Il CoGeBan, in veste di gestore del circuito Bancomat/Pagobancomat e in raccordo con la Sorveglianza, ha richiamato l'attenzione delle banche sulle più ricorrenti tipologie di frodi (clonazione di carte in Italia e successivi utilizzi su ATM e POS collocati all'estero), raccomandando specifiche misure di prevenzione volte a innalzare i presidi di sicurezza. L'azione è stata articolata su tre punti: a) cautele da seguire per installare gli ATM in luoghi sicuri; b) educazione dell'utenza al corretto utilizzo del PIN; c) sensibilizzazione dei responsabili degli sportelli a una rigorosa ispezione delle apparecchiature ATM. Si è anche stabilito di rilanciare il "Presidio per la sicurezza monetica", organismo cui sono affidate, per il circuito delle carte di debito, funzioni informatiche e di prevenzione. Tra le iniziative di mercato, assume rilievo il progetto volto a realizzare, entro il 2006, la migrazione totale delle carte in circolazione dall'attuale tipologia a banda magnetica a quella del microcircuito, più adeguata alla prevenzione dei rischi di frodi e contraffazioni.

A livello nazionale la Sorveglianza ha collaborato all'analisi normativa di fattibilità di un archivio informatico per il censimento dei "punti di rischio" relativi a utilizzi fraudolenti delle carte di credito svolta in seno all'Ufficio centrale antifalsificazione dei mezzi di pagamento (UCAMP) costituito presso il Ministero dell'Economia e delle finanze. Sempre con riguardo all'utilizzo illecito dei mezzi di pagamento, rileva il contributo fornito al Ministero delle Pari Opportunità per l'elaborazione di un disegno di legge di contrasto al commercio di materiale pornografico a mezzo internet (modifiche alla legge 3 agosto 1998, n. 269), anche attraverso l'introduzione di misure atte a impedire l'utilizzo di carte di pagamento per l'acquisto di tale materiale illecito.

Gli strumenti di pagamento innovativi

È stata definita la cornice normativa di riferimento per la moneta elettronica allo scopo di indirizzare il mercato verso soluzioni che garantiscano adeguati profili di sicurezza. In linea con gli orientamenti dell'Eurosiste-

ma, è stata altresì avviata un'attività di sensibilizzazione dei soggetti che gestiscono iniziative di sistema (circuito CoGeBan, circuito postale) per renderle conformi alle indicazioni contenute nel rapporto EMSSO.

Nelle Istruzioni di Vigilanza sugli IMEL sono esplicitamente disciplinati i profili prudenziali di controllo sulla stabilità dei soggetti emittenti e quelli di Sorveglianza sull'affidabilità dei prodotti di moneta elettronica e dei relativi circuiti; le valutazioni sulla sicurezza di questi ultimi formano parte integrante del processo autorizzativo per l'avvio dell'esercizio dell'attività di emissione.

Nel 2003 sono state sottoposte alla Sorveglianza 19 iniziative relative a strumenti prepagati a spendibilità generalizzata; a marzo 2004, 28 schemi risultavano effettivamente operativi, rispetto ai 12 del marzo 2003. Nel 90 per cento dei casi, gli schemi analizzati possono essere utilizzati sia in rete sia al di fuori di essa. In coerenza con gli sviluppi in atto nel settore delle carte di pagamento, è inoltre cresciuto l'interesse per le applicazioni connesse con l'utilizzo della tecnologia del microcircuito.

Nel 2003 è notevolmente cresciuta la quota dei pagamenti (carte e bonifici) in internet sul totale delle transazioni effettuate, in relazione al loro minor costo, agli incentivi all'acquisto *on-line*, alla progressiva diffusione dell'*e-banking*. Le operazioni in internet con carte di credito, lo strumento più utilizzato nelle transazioni in rete, hanno rappresentato il 7,4 per cento del totale di quelle effettuate con carte; i bonifici disposti in Internet, pari a circa 15 milioni di operazioni (4 per cento del totale dei bonifici), sono più che raddoppiati rispetto all'anno precedente; le operazioni di pagamento in rete con carte prepagate e moneta elettronica (oltre 60 mila) sono quintuplicate.

La crescita delle operazioni con carte di credito in internet si accompagna a una sostanziale stabilità della percentuale di frodi su operazioni a distanza (circa lo 0,2 per cento) e delle frodi sul totale delle operazioni (circa lo 0,15 per cento). Le contestazioni, misurate dall'attivazione delle procedure di charge-back*, si sono ridotte al 15 per cento (dal 20 del 2002). Questi fattori hanno contribuito alla diffusione della vendita di quei prodotti e servizi in rete che presentano elevate caratteristiche di standardizzazione.*

*Dai risultati dell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane per l'anno 2002, condotta dalla Banca d'Italia, emerge che internet veicola ancora una porzione esigua dei pagamenti, anche se ne risulta accresciuto il tasso di utilizzo: tra il 2000 e il 2002, la quota delle famiglie che utilizzava internet è passata dal 21,3 al 30,2 per cento, quella che ha effettuato acquisti attraverso questo canale dal 2,5 al 4,4 per cento. Nel 2002 il 2,8 per cento delle famiglie ha effettuato pagamenti in rete; i beni e servizi più acquistati in rete sono quelli di intrattenimento (26 per cento), viaggi e alberghi (22 per cento) e prodotti ad alto contenuto tecnologico (19 per cento). Tra i motivi addotti per il mancato utilizzo della rete per effettuare acquisti rimangono prevalenti il timore di frodi nei pagamenti e nella consegna (45 per cento dei casi) e l'impossibilità di visionare i beni (42 per cento). Forme di comunicazione a distanza (*remote banking*) con gli intermediari vengono utilizzate dal 4,7 per cento delle famiglie (3,2 nel 2000); di queste, la maggioranza utilizza il collegamento internet e circa un terzo contatti telefonici (su rete fissa o tramite cellulare).*

*Le indagini sugli strumenti di pagamento condotte dall'Istituto mostrano che i servizi e i meccanismi di pagamento in rete, genericamente chiamati pagamenti elettronici (*e-payments*), continuano a includere strumenti e soluzioni eterogenee, spesso ancora in fase sperimentale e con una significativa presenza di attori non finanziari. Le banche italiane hanno, tuttavia, consolidato l'offerta di servizi in internet: la quasi totalità offre servizi informativi in rete e circa il 90 per cento anche quelli dispositivi, mentre rimane intorno al 40 per cento il numero di banche che partecipano a iniziative di* e-commerce*.*

L'attività della Banca d'Italia nel seguire i fenomeni e nell'analisi degli scenari evolutivi indotti dalle nuove tecnologie ha per molti versi anticipato il generale interesse che si sta sviluppando su queste tematiche. Nel mese di gennaio 2004, la Banca d'Italia ha pubblicato un rapporto dal titolo "Le innovazioni nel sistema dei pagamenti elettronici: luci ed ombre nella diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione". I risultati delle indagini contenute nel rapporto sono stati discussi nel corso di un convegno con le parti interessate – istituzioni pubbliche, operatori economici, associazioni di categoria – al fine di valutare l'adeguatezza delle politiche in atto per favorire il superamento degli impedimenti (normativi, tecnologici e organizzativi) alla diffusione di servizi di pagamento elettronici e nelle operazioni di commercio elettronico.

In tale ambito è stata avviata l'analisi dello sviluppo in Italia della fatturazione elettronica tra le imprese, anche con l'obiettivo di verificarne il livello di integrazione con le procedure di incasso e pagamento del sistema bancario. Si rafforza il convincimento che le più recenti innovazioni tecniche e normative offrano significative opportunità in questa direzione, favorendo la piena automazione dell'intero ciclo commerciale e finanziario. Tale processo postula l'adozione di efficaci meccanismi di raccordo intersettoriale al fine di valutare le esigenze dei diversi operatori e per condividere regole e standard. Il progetto occupa un posto di rilievo nelle strategie della Sorveglianza, in ragione delle positive ricadute attese sull'efficienza complessiva dei pagamenti *corporate*.

L'efficiente utilizzo dei servizi di pagamento in rete da parte delle imprese richiede un deciso avanzamento nell'integrazione fra i flussi commerciali e quelli finanziari, che superi la tradizionale frammentazione dei loro processi di trattamento, fonte di onerose, oltreché incerte, operazioni di raccordo sia all'interno delle imprese stesse sia nei rapporti con le banche. In una visione integrata occupa un ruolo cruciale il processo di trattamento delle fatture, documenti essenziali sia nelle relazioni commerciali sia in quelle finanziarie.

Da una recente indagine condotta presso un campione significativo di grandi aziende del settore manifatturiero e dei servizi, è emerso come sia largamente migliorabile l'integrazione delle procedure tra imprese e tra queste e il sistema bancario. A parte alcune significative eccezioni, l'incidenza delle fatture scambiate in via telematica risulta ancora marginale (intorno al 5 per cento del totale); sono praticamente assenti i processi completamente automatizzati dal momento dell'ordine a quello del regolamento e della riconciliazione;

nella fase di incasso e pagamento, nonostante le realizzazioni di natura cooperativa dell'ultimo decennio (tra questi soprattutto il corporate banking *interbancario), risultano di fatto operanti più schemi procedurali, basati su infrastrutture dedicate, che possono tradursi, per banche e imprese, in trattamenti onerosi e diversificati in funzione delle controparti; si avverte la mancanza di standard condivisi, funzionali all'automazione dei processi di riconciliazione delle partite contabili con i movimenti dei conti correnti bancari. Emerge inoltre che i processi di fatturazione elettronica sono più sviluppati nel "ciclo passivo" (acquisto di beni e servizi), in prevalenza nelle aziende con più elevato livello di automazione e un numero concentrato di fornitori; nel "ciclo attivo" (vendite di beni e servizi) non ci sarebbero sufficienti incentivi per la sistematica attivazione di tali processi.*

Fra i positivi segni di cambiamento, si vanno diffondendo tecnologie di integrazione di tipo Edifact/XML, su rete internet o extranet, maggiormente accessibili in termini di costi e flessibilità alle imprese minori. Inoltre, tra i modelli organizzativi più evoluti, si fa strada quello del cosiddetto "accentratore", ritenuto maggiormente in grado di favorire, attraverso l'offerta di servizi a una molteplicità di operatori, l'affermazione di standard condivisi e, per tale via, la realizzazione di economie di scala e di rete.

Diversi fattori spingono, con maggior forza rispetto al passato, nella direzione auspicata. L'abbattimento dei costi di rete, assieme alla disponibilità di adeguati protocolli di sicurezza, ha recentemente ridato nuovo vigore ai progetti Edifact, fin qui rimasti al di sotto delle attese in ragione soprattutto della loro complessità, logica e tecnico-procedurale, che ne ha limitato l'utilizzo ad alcuni settori industriali e grandi gruppi di imprese, lasciando ai margini l'ampio settore delle piccole e medie imprese. Di non minor rilievo è il complesso apparato giuridico posto in essere per la dematerializzazione dei documenti commerciali, a partire dalle norme sulla firma elettronica (D.P.R. 28 dicembre 2000, n. 445 e successive integrazioni e modifiche) e sulla fatturazione elettronica (decreto legislativo 20 febbraio 2004, n. 52 e decreto del Ministero dell'Economia del 23.1.2004, che hanno, tra l'altro, recepito la direttiva europea 2001/115/CE). Con l'affermarsi di tali possibilità si è fatta più forte e consapevole, in un contesto segnato dalla costante ricerca di condizioni di maggiore efficienza, la spinta delle imprese alla semplificazione e razionalizzazione sia dei processi interni sia di quelli di relazione con l'esterno, ivi compreso il settore finanziario. È largamente riconosciuta l'esigenza di pervenire alla definizione di standard in grado di favorire, in una logica di STP, il trattamento automatico dell'intero ciclo commerciale e finanziario.

Le infrastrutture e i sistemi

Nel 2003 si sono ampliati gli interventi della Sorveglianza per assicurare il regolare funzionamento dei sistemi e delle infrastrutture, in linea con la crescente importanza assegnata, a livello internazionale, al presidio dei rischi operativi anche di natura sistemica. È stato avviato il controllo dell'attività svolta dalla SIA quale fornitore dell'infrastruttura tecnologica di STEP2, la prima ACH di dimensione europea; l'intervento si pone in diretta attuazione dei compiti di controllo condivisi nell'Eurosistema.

La gestione dell'infrastruttura STEP2 risulta particolarmente delicata per la novità della realizzazione, destinata a possibili espansioni con l'avanzamento del progetto SEPA, e per la sua complessità, in ragione dell'estensione a una platea di operatori di più pae-

si, ancora contrassegnati da strutture e prassi operative diversificate. I rischi, operativi e di immagine, connessi con il servizio offerto, richiedono di ancorare i meccanismi di progettazione, sviluppo e funzionamento del nuovo sistema a criteri avanzati assicurando un adeguato dimensionamento delle risorse tecniche e professionali. L'intervento della Sorveglianza mira a verificare l'aderenza del sistema realizzato da SIA alle richieste del gestore del sistema (EBA) e agli standard raccomandati nelle sedi internazionali. A tali fini il punto di riferimento è rappresentato dai parametri fissati, per le infrastrutture qualificate, nel richiamato provvedimento di attuazione dell'art. 146 del TUB.

In stretta connessione con l'avvio del sistema STEP2 si pongono le iniziative che in Italia, come in altri paesi europei, tendono a verificare la possibilità di far confluire nel nuovo sistema i bonifici domestici, nella prospettiva di annullare, anche sul piano operativo, la distinzione tra questi ultimi e i bonifici nell'area dell'euro. I lavori condotti dalla Banca sono stati volti a definire il proprio ruolo nel nuovo assetto procedurale europeo.

L'area dei quasi-sistemi privati, da tempo oggetto di interesse della Sorveglianza, ha assunto una crescente rilevanza anche nelle sedi internazionali. Sul piano delle realizzazioni, è entrato nella fase di piena operatività il nuovo sistema di regolamento dell'ICCREA.

Il sistema ICCREA presenta connotazioni di particolare complessità, per la rilevanza dei flussi intermediati e la numerosità dei partecipanti (circa 400, per lo più BCC di piccolissima dimensione) e delle infrastrutture coinvolte (centri informatici regionali, di supporto all'operatività delle BCC). In tale ambito l'ICCREA occupa un posto di rilievo: gestisce la parte prevalente del "mondo cooperativo" e svolge per conto delle BCC aderenti attività di regolamento dei rapporti reciproci e di quelli esterni al sistema.

La riforma è stata attuata in due fasi. La prima ha comportato la radicale revisione del meccanismo di regolamento, incentrato sull'introduzione di un nuovo conto tra ICCREA e ciascuna controparte ("conto di regolamento giornaliero"), in sostituzione dei vecchi conti di corrispondenza, e su evidenze informative in grado di assicurare piena trasparenza nei rapporti reciproci; una convenzione definisce in modo unitario e coerente gli aspetti di governance *e di responsabilità di ciascun soggetto. La seconda fase, attivata nel 2003, completa la riforma con l'introduzione di un "regolamento tecnico operativo" per la disciplina delle attività procedurali, di trasmissione ed elaborazione dati. Il regolamento, predisposto in stretto raccordo con la Sorveglianza, fa specifico riferimento a standard di funzionalità e di sicurezza accettati a livello internazionale.*

Nel corso del 2003 si sono intensificati gli impegni della Sorveglianza per la prevenzione dei rischi di ampia portata. In collaborazione con le altre funzioni interessate, sono proseguite le attività di analisi miranti alla valutazione delle possibili soluzioni di sistema; al contempo è stata predisposta, per approfondimenti con i responsabili delle infrastrutture rilevanti del sistema dei pagamenti, una prima versione della guida degli adempimenti necessari ad assicurare la continuità operativa.

Nel 2003, le attività del gruppo di lavoro appositamente costituito si sono orientate: alla classificazione dei servizi di sistema in base alla loro rilevanza; all'identificazione degli scenari di crisi; all'analisi di impatto sul sistema; allo sviluppo di piani di continuità operativa; ai collaudi integrati e alla revisione dei piani di emergenza. Il rapporto sullo stato di preparazione del sistema finanziario a eventi catastrofici è stato presentato nel corso di un convegno, al fine di conseguire un adeguato coinvolgimento degli intermediari interessati. Allo stesso scopo sono stati formati sottogruppi di lavoro per l'approfondimento delle aree di criticità ed è stata predisposta una "lista di contatto" da attivare prontamente in caso di emergenza.

Nel 2003 l'ABI ha realizzato, sotto l'impulso della Sorveglianza, il progetto FARO per il monitoraggio del funzionamento del circuito ATM. Il progetto, che fornisce agli utenti informazioni sul circuito, consente una verifica in tempo reale dei malfunzionamenti consentendo al gestore del circuito, ai centri autorizzativi, ai gestori dei terminali e alle banche di intervenire rapidamente per la soluzione dei problemi. L'interesse della Sorveglianza si connette con le positive ricadute che il progetto ha sull'affidabilità complessiva di un circuito ad ampia diffusione e utilizzo; analoghe ragioni spingono all'estensione del monitoraggio al sistema POS.

L'OFFERTA DIRETTA DI SERVIZI DI PAGAMENTO

Il regolamento del contante

Nel 2003 i flussi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento gestiti dalla Banca d'Italia sono ammontati a quasi 36 mila miliardi di euro, pari a 27,5 volte il PIL, in lieve diminuzione rispetto all'anno precedente (tav. aH13). Il sistema di regolamento lordo BI-REL ha trattato l'86,2 per cento del totale dei pagamenti, pari su base giornaliera a circa 45 mila transazioni per un controvalore di oltre 130 miliardi di euro. I flussi immessi nel sistema di compensazione al dettaglio BI-COMP e i saldi del contante della Liquidazione dei titoli e dei cicli di liquidazione netta del nuovo sistema Express II hanno rappresentato rispettivamente il 7,9 e il 5,9 per cento del complesso dei pagamenti.

I flussi regolati in BI-REL hanno presentato una lieve riduzione rispetto al 2002 (2,1 per cento, tavv. H2 e aH14); la componente nazionale si è attestata su valori sostanzialmente in linea con l'anno precedente (tav. H2). Si sono ridotti (del 15 per cento) i flussi derivanti dagli scambi conclusi nell'e-MID tra banche residenti; inoltre, dopo l'avvio in giugno del nuovo BI-REL ha contribuito alla diminuzione degli ammontari regolati l'adozione di un modello di partecipazione al sistema a due livelli, in virtù del quale i pagamenti dei partecipanti indiretti intermediati da uno stesso partecipante diretto non vengono più regolati in moneta della banca centrale. Sono invece aumentate (del 22 per cento) le operazioni regolate tramite il sistema di regolamento lordo in titoli DVP-Express.

I pagamenti transfrontalieri, pur essendo cresciuti del 9 per cento, hanno mostrato una lieve diminuzione in termini di valore (quasi il 4 per cento, tav. H2). È aumentata la componente legata alle transazioni e-MID tra banche residenti e controparti estere (che ha compensato la citata riduzione degli scambi tra banche residenti). È inoltre proseguito l'incremento dei pagamenti transfrontalieri per il regolamento di transazioni di natura commerciale. Il fenomeno interessa anche altre componenti nazionali di TARGET, ma è sensibilmente più elevato in BI-REL, dove questa tipologia di pagamenti ha superato il 62 per cento delle operazioni disposte dalle banche italiane (48 per cento la media di TARGET).

L'utilizzo medio della liquidità infragiornaliera si è ridotto del 20 per cento rispetto al 2002, attestandosi su un valore giornaliero di 2,4 miliardi di euro. Tale valore si conferma contenuto in rapporto sia ai flussi regolati (2,4 per cento) sia all'ammontare dei titoli versati a garanzia (20,2 per

cento); l'importo delle garanzie si è a sua volta ridotto (del 20 per cento), per il proseguire degli effetti delle operazioni di concentrazione e della razionalizzazione nella gestione delle tesorerie bancarie. Nel primo trimestre del 2004 la domanda di liquidità infragiornaliera è aumentata sensibilmente (oltre il 50 per cento), in coincidenza con l'avvio del nuovo sistema di regolamento dei titoli Express II.

Tav. H2

SISTEMI DI REGOLAMENTO LORDO E NETTO NELLA UE PER PAGAMENTI DI IMPORTO ELEVATO

(flussi medi giornalieri in miliardi di euro)

Paesi	2002				2003				Totale variazioni percentuali 2003/2002
	TARGET				TARGET				
	Interni (1)	Transfrontalieri in uscita	Transfrontalieri in entrata	Totale (1)	Interni (1)	Transfrontalieri in uscita	Transfrontalieri in entrata	Totale (1)	
Sistemi di regolamento lordo (TARGET)									
Italia	64,1	34,5	34,4	133,0	63,9	33,2	33,2	130,3	–2,1
Germania	360,1	129,3	129,4	618,8	363,6	140,5	140,5	644,6	4,2
Francia	287,4	68,9	68,9	425,2	302,3	75,5	75,5	453,3	6,6
Spagna	231,0	17,8	17,8	266,6	255,2	20,1	20,1	295,4	10,8
Paesi Bassi	37,6	45,0	45,0	127,6	37,2	46,6	46,6	130,4	2,2
Altri UEM	59,7	91,9	91,9	243,5	61,7	108,0	108,0	277,7	14,0
Totale UEM	**1.039,9**	**387,4**	**387,4**	**1.814,7**	**1.083,9**	**423,9**	**423,9**	**1.931,7**	**6,4**
Paesi non UEM	26,4	97,6	97,6	221,6	29,4	113,0	113,0	255,4	15,2
Totale UE	**1.066,3**	**485,0**	**485,0**	**2.036,3**	**1.113,3**	**536,9**	**536,9**	**2.187,1**	**7,4**
	.....				.....				.....
Sistemi di compensazione									
Paris Net Settlement (PNS)				78,3				70,5	–10,0
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)				1,2				1,2	0,0
EBA Euro Clearing System (Euro1)				188,2				175,4	–6,8
Totale altri sistemi				**267,7**				**247,1**	**–7,7**

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. L' Eurosistema sta conducendo approfondimenti volti ad accrescere il livello di comparabilità statistica dei flussi domestici dei sistemi RTGS nazionali.

Nel 2003 TARGET ha ulteriormente consolidato la posizione guida nell'ambito dei sistemi che in Europa trattano pagamenti in euro di importo elevato, con un aumento dei flussi del 3 per cento in termini di transazioni e del 7 per cento in termini di importo. TARGET gestisce in media giornaliera oltre 260 mila operazioni, per un controvalore superiore a 1.650 miliardi di euro (rispettivamente, il 58 e l'87 per cento dei trasferimenti di fondi effettuati attraverso i principali sistemi della UE, tav. H2). L'importo dei pagamenti trattati in TARGET ha superato quello del sistema di regolamento lordo statunitense Fedwire. I pagamenti regolati in Euro1, il maggiore tra i sistemi alternativi a TARGET, sono stati pari in media giornaliera a 175 miliardi di euro, con una riduzione del 7 per cento rispetto al 2002 (tav. H2).

Le operazioni regolate nel sistema multivalutario CLS sono aumentate stabilmente nel corso dell'anno; esse rappresentano approssimativamente un terzo del valore complessivo delle transazioni effettuate sul mercato internazionale dei cambi.

Attivo inizialmente nel regolamento delle transazioni in sette valute (tra le quali l'euro), nel 2003 CLS ha esteso la sua operatività alle divise scandinave e al dollaro di Singapore. Per la fine del 2004 è prevista l'estensione ad altre quattro valute (quelle di Hong Kong, della Nuova Zelanda, della Corea del Sud e del Sud Africa).

*All'inizio di aprile 2004 partecipavano a CLS in qualità di agenti di regolamento 55 azionisti, tra cui 2 banche italiane, insediati in 17 paesi. 132 istituti, di cui 9 italiani, risultavano accedere indirettamente (*third parties*) al sistema tramite le banche partecipanti; le 9* third parties *italiane si appoggiano pressoché esclusivamente a grandi banche operanti su scala internazionale.*

L'avvio del nuovo BI-REL. – Il 16 giugno 2003 è stato avviato il nuovo BI-REL, volto a permettere agli operatori una gestione più flessibile e interattiva dei pagamenti, in virtù dell'adozione di nuovi strumenti di gestione della liquidità infragiornaliera e di soluzioni tecnologiche in linea con gli standard internazionali.

Gli operatori sono passati al nuovo sistema con gradualità nel corso dell'anno, in funzione delle proprie esigenze organizzative. Al termine del periodo di transizione (3 maggio 2004), i partecipanti diretti al sistema erano 122, quelli indiretti 650 (tav. aH16). I titolari di conto accentrato esterno a BI-REL erano 357, con un modesto livello di operatività (in media giornaliera, 80 operazioni regolate per un controvalore di 440 milioni di euro).

La riduzione del numero dei partecipanti diretti al sistema non ha comportato modifiche significative nel livello di concentrazione dei pagamenti,

con riferimento sia ai singoli operatori sia ai gruppi bancari; non sembra quindi essersi determinato un aumento dei rischi di liquidità e operativi.

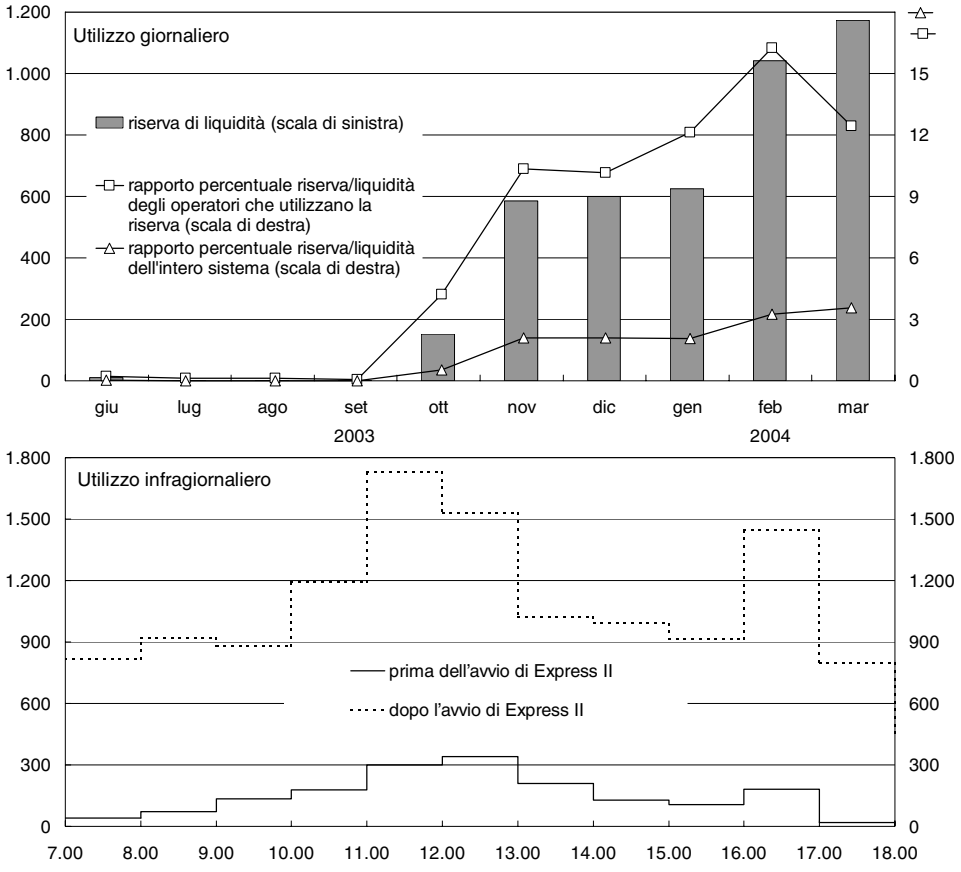
Tra il primo trimestre del 2004 e il corrispondente periodo del 2003, la quota dei pagamenti regolati dai primi 5 gruppi bancari è passata dal 42,4 al 45,2 per cento, quella dei primi 10 gruppi si è ridotta dal 76,6 al 72,5 per cento. La stabilità del livello di concentrazione sembra indicare che il processo di riorganizzazione delle tesorerie bancarie risultava sostanzialmente già ultimato al momento del passaggio al nuovo sistema di regolamento.

L'utilizzo della riserva di liquidità per i pagamenti urgenti, assai limitato nei primi mesi di operatività del nuovo sistema, è cresciuto da ottobre (fig. H1). L'importo della riserva nel corso della giornata è passato da 11 milioni di euro nel giugno 2003 a 1.173 milioni di euro nel marzo 2004, pari a oltre il 12 per cento della liquidità delle banche che hanno utilizzato tale funzionalità.

Fig. H1

RISERVA DI LIQUIDITÀ PER I PAGAMENTI URGENTI NEL NUOVO BI-REL

(dati medi in milioni di euro; 16 giugno 2003 - 31 marzo 2004)



Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*

Alla riserva ha fatto ricorso circa un quarto dei partecipanti diretti; un numero limitato di essi, in prevalenza filiali di banche estere, l'ha utilizzata in misura significativa, anche più del 50 per cento della liquidità, e ha regolato i propri pagamenti gestendone la priorità tramite le funzioni interattive SWIFTNet. Successivamente all'avvio di Express II l'utilizzo della riserva ha raggiunto i valori infragiornalieri più elevati in prossimità del regolamento del saldo diurno di tale sistema e dei saldi del sistema Euro1 (rispettivamente alle 12,30 e dopo le ore 16,00; fig. H1). I pagamenti urgenti regolati nel nuovo BI-REL hanno rappresentato complessivamente circa il 3 per cento del totale dei flussi a debito delle banche.

Il 10 maggio 2004 è stato introdotto nel nuovo BI-REL il meccanismo di ottimizzazione dei pagamenti in lista di attesa. Nelle prime settimane è stato regolato tramite ottimizzazione più del 10 per cento dell'importo complessivo dei pagamenti interbancari. Il risparmio potenziale di liquidità associato all'ottimizzazione si è commisurato al 40 per cento dell'importo dei pagamenti regolati.

Nei primi tre mesi di piena operatività di Express II (cfr. il capitolo della sezione G: *I sistemi di gestione accentrata, regolamento e garanzia*) il controvalore in euro dei saldi multilaterali a debito nei due cicli di compensazione previsti dal sistema si è attestato su una media giornaliera di 8,9 miliardi di euro (di cui 6,4 miliardi regolati nel ciclo notturno), superiore al valore medio (5,8 miliardi di euro) registrato dai saldi debitori della Liquidazione dei titoli della Banca d'Italia nello stesso periodo dell'anno precedente. Il ricorso alla riserva esclusiva di liquidità per il regolamento dei saldi del ciclo notturno di Express II è stato significativo (13,6 miliardi di euro, oltre il doppio dell'ammontare regolato in tale ciclo), indicando un comportamento prudenziale degli intermediari nella fase di avvio del sistema. L'utilizzo di tale funzionalità si è concentrato presso un numero limitato di banche: le prime 5 hanno impiegato oltre il 50 per cento della riserva totale.

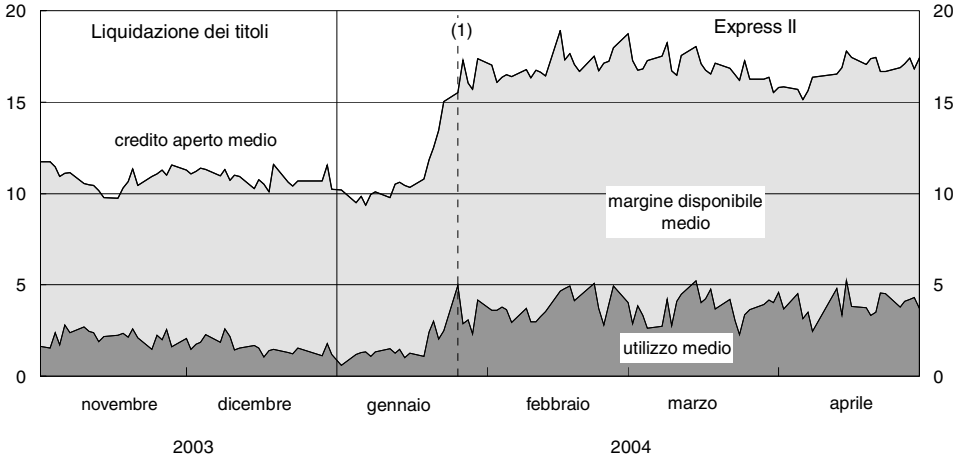
L'avvio di Express II ha comportato un significativo aumento della domanda di liquidità infragiornaliera. Gli intermediari hanno sensibilmente accresciuto le linee di credito in titoli sui conti di anticipazione, passate in media giornaliera a 16,8 miliardi di euro (dai 10,9 miliardi del trimestre precedente l'entrata a regime del sistema). L'utilizzo medio delle linee di credito è aumentato in misura minore (di circa 2 miliardi di euro) e il margine disponibile nel corso della giornata si è quindi accresciuto (fig. H2). Peraltro, l'anticipo all'inizio della giornata del regolamento dei saldi multilaterali consente agli operatori di utilizzare i titoli per un arco temporale più ampio rispetto al passato.

L'incremento del margine disponibile è legato alla maggiore variabilità dei flussi di pagamento. La tendenza a depositare sui conti di anticipazione infragiornaliera titoli in eccesso rispetto al fabbisogno medio di liquidità segnala un costo – opportunità del collateral *sostanzialmente contenuto, che induce a commisurare le linee di credito ai picchi di massimi utilizzo e a non ritirare i relativi titoli in corso di giornata.*

Fig. H2

EVOLUZIONE DELLE LINEE DI CREDITO PRESSO LA BANCA D'ITALIA

(dati in miliardi di euro; 1° novembre 2003 - 30 aprile 2004)



(1) Dal 26 gennaio 2004 il sistema Express II ha sostituito la procedura di Liquidazione dei titoli.

Le altre attività di analisi e di adeguamento dei sistemi. – Nel giugno 2003 il FMI ha valutato la conformità di BI-REL ai princìpi fondamentali per i sistemi di pagamento di rilevanza sistemica (Systemically Important Payment Systems, SIPS) della BRI, fatti propri dal Consiglio direttivo della BCE. La verifica è stata effettuata nell'ambito di un ampio programma rivolto sia ai paesi emergenti sia a quelli industrializzati. Si è avvalsa di un esercizio di auto-valutazione già effettuato dalla Banca d'Italia. Ha avuto un esito più che soddisfacente. In particolare il FMI ha valutato positivamente l'efficienza di BI-REL, soprattutto sotto il profilo del livello di servizio del sistema e della facilità d'uso da parte degli operatori, e la sua sicurezza tecnico – operativa. Il FMI ha altresì ritenuto che l'introduzione del nuovo BI-REL consolidi i punti di forza del sistema italiano di regolamento lordo.

Le banche centrali hanno la responsabilità di assicurare la conformità ai princìpi fondamentali dei sistemi di pagamento nazionali, ivi compresi quelli da esse gestiti. In relazione a ciò, nel gennaio 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha approvato il quadro di riferimento per l'attività di controllo del rispetto di tali princìpi da parte di TARGET, affidando alle BCN il compito di effettuare il controllo delle componenti nazionali. In tale ambito, è stata avviata la definizione di una metodologia comune di ausilio all'attività di controllo sulle componenti nazionali di TARGET.

Con riguardo alla sicurezza e all'affidabilità tecnica e operativa sono state avviate – sulla base di una nuova metodologia definita nell'ambito del SEBC – attività di analisi dei rischi operativi di BI-REL/TARGET (cosiddetta *risk analysis*). I risultati ottenuti hanno fornito un quadro positivo del grado di contenimento dei rischi operativi del sistema.

Il progetto TARGET2

Nell'ottobre 2002 il Consiglio direttivo della BCE ha approvato le linee di indirizzo per la realizzazione del futuro sistema dei pagamenti europeo TARGET2, delle quali si è dato conto nella Relazione sul 2002. Il nuovo sistema, il cui avvio è previsto per il gennaio del 2007, dovrà rispondere alle molteplici esigenze manifestate dagli operatori e dal SEBC, anche in considerazione dell'allargamento della UE: disporre di meccanismi per una più efficiente gestione della liquidità infragiornaliera; garantire livelli elevati di sicurezza operativa; favorire una riduzione del decentramento tecnico del sistema, mantenendo a livello nazionale le relazioni con i sistemi bancari; consentire il pieno recupero dei costi, al netto di eventuali esternalità del sistema.

In linea con queste esigenze nel mese di luglio la Banca d'Italia, la Deutsche Bundesbank e la Banque de France (cosiddette 3G) hanno comunicato al Presidente della BCE la decisione di realizzare congiuntamente una piattaforma comune da offrire come *Single Shared Platform* (SSP) in TARGET2, alla quale tutte le altre banche centrali hanno dichiarato, in linea di principio, di voler aderire. Nei mesi successivi sono quindi proseguiti i lavori delle 3G per definire l'architettura e le caratteristiche funzionali della piattaforma, la struttura organizzativa del progetto, i ruoli e le responsabilità di ciascuna delle 3G nelle fasi di sviluppo e di gestione della SSP.

L'iniziativa ha impresso un'accelerazione ai lavori per la realizzazione del nuovo sistema, e si va delineando la possibilità che TARGET2 sia costituito sin dal suo avvio unicamente dalla piattaforma condivisa realizzata e gestita dalle 3G. L'architettura della SSP e le sue caratteristiche funzionali e tecnologiche sono state approvate il 18 marzo scorso dal Consiglio dei Governatori; il 1° aprile il nuovo sistema è stato presentato agli operatori.

Il progetto si basa sull'integrazione dei servizi più evoluti disponibili nei sistemi di regolamento lordo delle tre banche centrali. La Banca d'Italia, anche in relazione all'avanzato sistema tecnologico di cui dispone, avrà la responsabilità di realizzare la componente infrastrutturale, secondo un'architettura corrispondente a quella del nuovo BI-REL; l'Istituto contribuirà inoltre allo sviluppo dei servizi aggiuntivi (ad es. quelli per la gestione della riserva obbligatoria e delle standing facilities), anch'essi coerenti con quelli offerti dal sistema italiano. La Deutsche Bundesbank fornirà i servizi di base del proprio sistema di regolamento lordo (servizi di regolamento, liste di attesa, funzioni di monitoraggio, liquidità infragiornaliera e ottimizzazione); la Banque de France curerà lo sviluppo delle funzionalità per la gestione dei rapporti amministrativi con la clientela (estratti conto, tariffazione, interessi, statistiche).

Per quanto attiene alle funzionalità, tenuto conto delle richieste espresse dagli operatori e dalle infrastrutture di mercato, nella SSP assumono un ruolo centrale i servizi per la gestione accentrata della liquidità infragiornaliera e il collegamento con gli oltre cento sistemi cosiddetti ancillari attualmente presenti nell'Eurosistema e nei paesi appena entrati nella UE.

Nel definire le caratteristiche della piattaforma unica, gli aspetti connessi con la continuità del servizio hanno rivestito un ruolo di primo piano. La soluzione individuata contempera l'esigenza di far fronte agli scenari più critici con l'attenzione crescente ai profili dell'efficienza. La gestione in produzione della SSP dovrebbe essere assicurata alternando periodicamente i centri della Banca d'Italia e della Deutsche Bundesbank.

Nel centro non impegnato nella fase di produzione del servizio verrebbero svolte le attività di manutenzione evolutiva, di addestramento e di collaudo con gli operatori. Alla Banca d'Italia verrebbe attribuito il ruolo di coordinamento per la componente infrastrutturale dei due centri. Le attività relative ai servizi amministrativi sarebbero espletate presso un terzo centro, gestito dalla Banque de France.

Il progetto TARGET2 riveste un ruolo cruciale per l'intera piazza finanziaria europea. Al fine di ridurre i rischi operativi e al tempo stesso contenere i costi, la migrazione dai sistemi RTGS nazionali alla SSP avverrà in modo graduale dal 1° gennaio 2007.

Il regolamento dei titoli

La Liquidazione dei titoli. – Nel 2003 il valore dei titoli trattati dalla Liquidazione dei titoli è risultato pari a 34.700 miliardi di euro, con un incremento di 1.600 miliardi e del 4,8 per cento rispetto al 2002 (tav. aH20). La variazione è riconducibile per intero all'aumento delle transazioni in titoli di Stato; gli scambi nel comparto azionario sono stati pari a 1.200 miliardi di euro, con una diminuzione del 6,7 per cento rispetto al 2002.

Nel 2003 il controvalore delle operazioni immesse nei sistemi di riscontro e rettifica giornalieri (RRG), che rappresenta il valore effettivo delle negoziazioni in titoli regolate nei singoli mercati, è stato pari a 44.700 miliardi di euro (tav. aH21).

Nella media giornaliera, il controvalore lordo delle operazioni su titoli di Stato italiani è stato pari a 169 miliardi di euro, 105 dei quali costituiti da transazioni pronti contro termine concluse sul MTS e 54 relativi al "fuori mercato". Le transazioni complessivamente eseguite nel MTS hanno raggiunto il 68 per cento del totale degli scambi in titoli di Stato italiani.

Nel 2003 è continuata la riduzione del numero delle assegnazioni su titoli azionari, a fronte di una sostanziale stabilità del loro controvalore in rapporto agli scambi di borsa (0,3 per cento). È proseguito l'incremento delle assegnazioni su titoli di Stato, che hanno raggiunto l'83 per cento dell'importo totale. I tempi di restituzione dei titoli in assegnazione hanno evidenziato – come nell'anno precedente – un sostanziale rispetto del termine di tre giorni previsto per l'esenzione da penali.

Il 23 gennaio 2004 la Banca d'Italia ha dismesso la procedura Liquidazione dei titoli, deputata al regolamento su base netta delle transazioni. Da tale data la Monte Titoli gestisce il sistema di regolamento dei titoli Express II, operante su base lorda e netta.

La liquidazione su base lorda. – Nel 2003 sono aumentati i pagamenti in BI-REL per il regolamento del controvalore in contante delle negoziazioni in titoli "fuori mercato", trattate dal sistema Express: il numero medio giornaliero dei pagamenti è risultato pari a 410 (360 nel 2002), per un controvalore di 4,2 miliardi di euro (3,4 miliardi nel 2002).

A fronte di una sostanziale stabilità nell'ammontare dei finanziamenti di politica monetaria ottenuti dalle banche italiane in asta, l'importo dei pagamenti in BI-REL per il regolamento tramite Express dei pronti contro termine di politica monetaria ha registrato nell'anno una diminuzione, da 235 a 181 miliardi di euro, per effetto di una maggiore compensazione dei pagamenti connessi con il rimborso dei pronti contro termine con quelli a credito derivanti da nuovi finanziamenti.

La gestione delle garanzie in titoli

Nel 2003 la consistenza dei titoli depositati a garanzia delle operazioni di politica monetaria e del ricorso alla liquidità infragiornaliera dell'Eurosistema è aumentata nella media giornaliera del 22 per cento, da 689 a 730 miliardi. È continuato il processo di ricomposizione delle garanzie in favore della componente estera, che ha rappresentato il 36 per cento dei titoli depositati (tale quota era pari al 28 per cento nel 2002 e al 22 per cento nel 2001). L'incremento ha interessato sia il canale costituito dal modello delle banche centrali corrispondenti (Correspondent Central Banking Model, CCBM), sia i collegamenti bilaterali (*links*) fra i sistemi nazionali di deposito accentrato.

La Banca d'Italia continua a svolgere un ruolo di rilievo come banca centrale corrispondente nel CCBM, gestendo quasi un quarto dei titoli a garanzia dei finanziamenti transfrontalieri.

L'attività di banca centrale corrispondente è stata svolta in misura rilevante anche dal Lussemburgo (20 per cento), dal Belgio (16 per cento) e dalla Germania (13 per cento). A fronte di tali garanzie i finanziamenti sono stati concessi per il 51 per cento dalla banca centrale tedesca e per circa il 10 da quella olandese.

Gli interventi assunti negli ultimi anni dalla Banca d'Italia per accrescere i livelli di automazione e di affidabilità del CCBM hanno consentito una forte riduzione dei tempi di elaborazione a carico dell'Istituto. L'opera di sensibilizzazione svolta nei confronti delle principali banche depositarie ha indotto queste ultime a introdurre innovazioni procedurali e amministrative, che si sono tradotte in una analoga riduzione dei tempi di trattamento a loro carico.

All'inizio del 2004 è divenuto operativo il limite di 60 minuti entro il quale le BCN sono tenute a completare l'esecuzione di un'operazione nel CCBM (il limite precedente era di 120 minuti), a condizione che le controparti e le relative banche depositarie trasmettano correttamente le istruzioni. In un primo esercizio di monitoraggio, che ha riguardato tutte le operazioni conclusesi nello scorso mese di febbraio, la Banca d'Italia ha registrato tempi di elaborazione più contenuti rispetto alle altre BCN.

Tav. H3

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	Titoli italiani via CCBM
		CCBM	Links			CCBM	Links		
2002	9.362	2.474	1.402	13.238	8.488	127	973	9.588	48.538
2003 - I trim. ..	7.062	2.669	1.562	11.293	6.331	0	1.957	8.288	50.656
II » ...	6.302	2.192	2.062	10.556	5.828	0	1.954	7.782	56.189
III » ...	5.761	1.371	2.079	9.211	7.003	0	2.596	9.599	58.218
IV » ...	5.811	1.431	1.828	9.070	7.546	0	3.076	10.622	61.616
2004 - I trim....	7.194	3.866	1.894	12.954	5.020	0	3.751	8.771	59.972

Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*

Nel corso dell'anno il valore delle garanzie prestate dalle banche italiane a fronte delle operazioni pronti contro termine di politica monetaria e di utilizzo della liquidità infragiornaliera ha continuato a ridursi; peraltro, nel primo trimestre del 2004, in seguito all'avvio di Express II, si è registrata un'inversione di tendenza (tav. H3). Il ricorso ai meccanismi automatici di collateralizzazione ha contribuito alla copertura del 15 per cento del sal-

do medio a debito del ciclo notturno (nel periodo 26 gennaio - 31 marzo); questa modalità di utilizzo delle garanzie è stata adottata, in particolare, da banche depositarie orientate alla fornitura di servizi alla clientela estera, con un utilizzo prevalente di titoli rivenienti dallo stesso processo di liquidazione (cosiddetta self-collateralization).

I servizi di corrispondenza e l'emissione di vaglia cambiari

Nel 2003 i servizi di corrispondenza offerti dalla Banca d'Italia hanno registrato un aumento di rilievo, riconducibile all'avvio dell'attività di pagamento in favore di residenti negli altri paesi della UE per conto della pubblica Amministrazione; il numero complessivo delle operazioni è passato da 11.500 a 24.200.

L'attività, prevista dal D.P.R. 15 dicembre 2001, n. 482, in seguito al quale è stato emanato il D.M. 12 novembre 2002, ha avuto inizio il 1° gennaio 2003. La metà dei pagamenti della specie è stata regolata nel sistema TARGET.

È rimasta stabile l'attività rivolta alle banche centrali e alle istituzioni sopranazionali, che alla fine del 2003 detenevano presso la Banca d'Italia 51 conti di corrispondenza.

Nei primi mesi del 2004 è stata avviata l'attività di pagamento delle pensioni in favore di soggetti residenti in Italia per conto della Deutsche Bundesbank. A tal fine, quest'ultima ha aperto presso la Banca d'Italia un conto di corrispondenza, che utilizza la piattaforma tecnologica del sistema BI-REL per effettuare le operazioni con modalità STP (*Straight Through Processing*).

Nel 2003 le emissioni di vaglia speciali relativi a rimborsi di imposte si sono fortemente ridotte, in numero (da 854.675 a 312.670) e in valore (da 758 a 508 milioni di euro; tav. aH22). La flessione risente dell'effettuazione dei rimborsi dei crediti Irpef di importo contenuto (inferiore a 1549,39 euro) da parte della Poste Italiane spa.

Nonostante che i rimborsi Irpef si siano ridotti (dal 43 al 26,7 per cento delle emissioni), è aumentata (dal 13 al 29,6 per cento) l'incidenza dei titoli emessi in commutazione di titoli di spesa provenienti da amministrazioni pubbliche.

Le richieste di emissione di vaglia cambiari ordinari sono rimaste sostanzialmente stabili, intorno alle 250.000 unità. Gli importi sono risultati in flessione, sia nel valore medio (da 38,2 a 32,9 mila euro), sia in totale (da 9,5 a 8,4 miliardi di euro; tav. aH22).

La Centrale di allarme interbancaria

Alla fine del 2003 la componente dell'archivio relativa agli assegni bancari e postali impagati, in funzione da giugno 2002, conteneva 244.972 segnalazioni, per un importo totale di 947 milioni di euro (tav. H4), con un incremento del 39 per cento con riguardo al numero e del 49 per cento se si considera l'importo rispetto alla fine del 2002.

L'importo medio per assegno è stato pari a 3.865 euro (3.619 euro nel 2002). Il fenomeno è attribuibile in gran parte alle famiglie, con i due terzi del numero e il 54 per cento dell'importo degli assegni revocati. Come nell'anno precedente, le segnalazioni si sono concentrate soprattutto a Sud e nelle Isole, sia per numero di assegni revocati che per importo, mentre il Nord Est ha mantenuto la più bassa incidenza sul totale nazionale (tavv. H4 e aH24).

Tav. H4

CENTRALE DI ALLARME INTERBANCARIA: INDICATORI SULLA DISTRIBUZIONE TERRITORIALE DEGLI ASSEGNI REVOCATI (1)

Area geografica	Soggetti revocati	Assegni revocati		Importo impagato		Importo impagato medio
	Numero	Numero	Composizione %	Milioni di euro	Composizione %	Euro
Nord Ovest	12.371	40.718	16,6	160,9	17,0	3.950
Nord Est	5.478	18.894	7,7	105,7	11,2	5.593
Centro	12.248	51.113	20,9	200,5	21,2	3.922
Sud e Isole	31.452	132.859	54,2	474,1	50,0	3.569
Estero	449	1.388	0,6	5,6	0,6	4.035
Totale	**61.998**	**244.972**	**100,0**	**946,8**	**100,0**	**3.865**

Fonte: Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Elaborazioni sulle consistenze al 31.12.2003.

Nelle regioni nord-orientali l'incidenza delle segnalazioni a carico delle imprese è stata pari al 38,9 per cento in termini di numero e al 55,2 per cento in termini d'importo, sensibilmente superiore alle altre aree del Paese (sul complesso delle segnalazioni censite dalla CAI la componente relativa alle imprese è stata pari al 32,8 e al 45,1 per cento, in termini rispettivamente di numero e di importo; tav. aH24). Tale caratteristica, dovuta alla forte presenza in quest'area di piccole e medie imprese, ha influenzato anche l'importo medio degli assegni revocati nel Nord Est (5.600 euro), sensibilmente più alto rispetto alla media nazionale (tav. H4).

Anche nel 2003 la revoca degli assegni ha interessato in misura preponderante i soggetti domiciliati nelle grandi province: a quella di Napoli fa capo il 12,9 per cento degli importi segnalati, a quella di Roma l'11,5 per cento e a quella di Milano il 5,9 per cento.

Il fenomeno è concentrato presso pochi operatori: oltre la metà dell'importo e il 62 per cento degli assegni revocati sono stati segnalati dall'1,8 per cento delle banche trattarie (11 su un totale di 611).

I livelli di maggiore patologia nell'utilizzo degli assegni, misurati dal rapporto tra l'ammontare iscritto nella Centrale e il totale degli assegni emessi, sembrano manifestare una riduzione: nel corso del 2003 tale indicatore si è sensibilmente ridotto (dallo 0,84 allo 0,65 per cento) per il decile della distribuzione che presenta il valore più elevato del rapporto. La prosecuzione di tale flessione fornirebbe un'indicazione positiva sull'efficacia dell'introduzione della Centrale nel disincentivare l'utilizzo illecito dell'assegno.

Sulla base delle prime analisi empiriche, la Centrale sembra poter fornire indicazioni utili sull'evoluzione delle sofferenze bancarie, per i segmenti di clientela di minore dimensione: limitatamente alle imprese individuali, infatti, i flussi mensili degli assegni impagati censiti nell'archivio sono significativamente correlati con la variazione delle sofferenze nel mese successivo.

L'utilizzo improprio di carte di pagamento, rilevato dal dicembre 2002, ha comportato nell'anno l'iscrizione nell'archivio di 68.073 soggetti. Il fenomeno si è concentrato per oltre i tre quarti presso i 10 intermediari, bancari e non, principali emittenti di carte di pagamento.

Entro la fine del 2004 diverranno operativi i segmenti della Centrale relativi alle sanzioni amministrative e penali per l'emissione illecita di assegni (ASA e ASP).

I servizi di pagamento offerti alle Amministrazioni pubbliche

Nel 2003 l'azione della Banca è stata indirizzata a estendere l'impiego delle nuove tecnologie ai pagamenti pubblici e a integrare la tesoreria statale nelle procedure interbancarie; a modernizzare il quadro giuridico di riferimento entro il quale opera la tesoreria; a costruire il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (SIOPE), con l'obiettivo di mettere a disposizione del Ministero dell'Economia una base dati ampia e tempestiva sugli incassi e pagamenti delle amministrazioni pubbliche.

Sono stati conseguiti significativi risultati nel processo di realizzazione del Sistema informatizzato dei pagamenti della pubblica amministrazione (SIPA). Dopo la definizione del relativo quadro normativo, è stata attuata la dematerializzazione dei titoli di spesa fissa. Con la pro-

cedura telematica sono state trattate, a partire dal mese di gennaio, circa 16 milioni di operazioni di pagamento di stipendi, pari a 22,7 miliardi di euro. Nell'ottobre 2003 il nuovo sistema di pagamento è stato esteso anche alle pensioni a carico del bilancio dello Stato e interesserà, su base annua, circa 5 milioni di operazioni.

Sono state completate le attività per l'informatizzazione delle contabilità speciali, allo scopo di consentire ai titolari l'utilizzo del collegamento RUPA/RNI per trasmettere le disposizioni di pagamento indirizzate alla Banca d'Italia. Dal mese di novembre, la procedura ha preso avvio per i conti correnti aperti presso la Tesoreria centrale, sui quali opera il Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato su richiesta dei titolari dei conti. Per questi conti e per le contabilità speciali delle tesorerie, sarà a breve avviata anche la dematerializzazione dei documenti di entrata.

È stato realizzato il progetto per il trattamento telematico degli ordini di accreditamento; in attuazione dei principi di semplificazione delle procedure contabili e di dematerializzazione, tali titoli saranno trasmessi alla Banca su rete telematica, mediante evidenze firmate digitalmente. L'innovazione comporterà una sensibile riduzione del carico operativo delle tesorerie, connessa con la contrazione dei tempi di invio, gestione e rendicontazione dei titoli. In prospettiva, saranno informatizzati anche gli ordinativi di pagamento a valere sugli ordini di accreditamento. Con il completamento di quest'ultimo segmento, risulterà pienamente operativa l'architettura informatica per la gestione della spesa statale decentrata, con rilevanti benefici per l'utenza e un incremento dell'efficienza del sistema dei pagamenti pubblici.

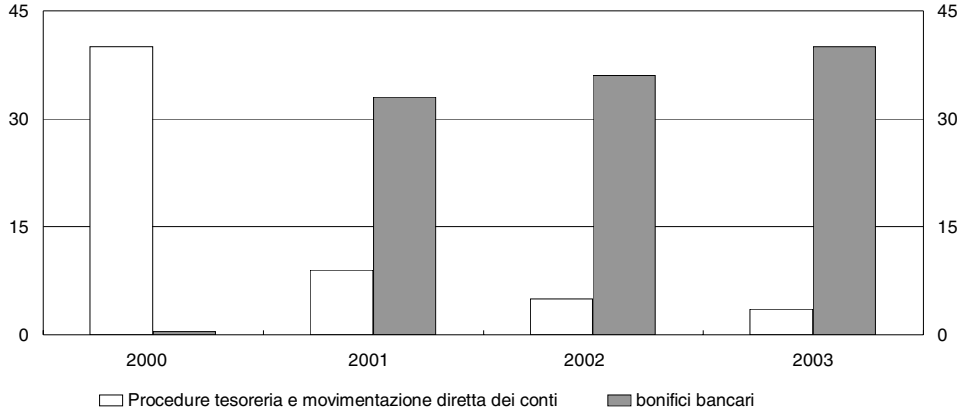
Nell'ambito del progetto volto ad assicurare la piena integrazione dei flussi del bilancio dello Stato con quelli della gestione di Tesoreria, sarà possibile, per ciascuna dipendenza periferica dell'Istituto, accreditare direttamente i conti aperti presso le altre, senza dar luogo all'emissione di quietanze di trasferimento fondi. L'innovazione – che consentirà di rilevare analiticamente i dati sulla provenienza delle somme accreditate sui conti di tesoreria e sulla destinazione di quelle prelevate – attua una parte importante della riforma del bilancio dello Stato (legge 3 aprile 1997, n. 94 e decreto legislativo 7 agosto 1997, n. 279), potenziando la capacità informativa delle operazioni di tesoreria e migliorando la leggibilità e la chiarezza dei conti pubblici.

L'impiego delle reti telematiche per l'effettuazione dei pagamenti ha dato ulteriore impulso all'integrazione della tesoreria statale con le altre componenti del sistema dei pagamenti. Attraverso le procedure interbancarie, infatti, è stato effettuato il 91 per cento dei 44 milioni di pagamenti annui di tesoreria. Con la delega unica sono stati effettuati bonifici per circa 348 miliardi di euro, dei quali il 64,5 per cento (circa 228 miliardi di euro) relativi ad entrate tributarie statali (fig. H3).

Fig. H3

CANALI DI REGOLAMENTO DEI PAGAMENTI DI TESORERIA

(quantità in milioni)



Sono state sottoscritte le convenzioni che affidano alla Banca d'Italia il servizio di cassa per conto delle Agenzie del territorio e delle dogane per il prossimo triennio e sono in corso di rinnovo analoghi accordi con le altre Agenzie fiscali. Per questi servizi la Banca ha adottato nuovi profili tariffari incentrati sul principio del *degressive fee*, secondo cui il costo unitario delle operazioni decresce all'aumentare dei volumi operativi; tale principio consente, parallelamente alla riduzione del canone fisso, di applicare lo stesso schema tariffario a enti con diversa dimensione operativa.

I pagamenti effettuati dalla Banca d'Italia per conto delle Agenzie fiscali e della Scuola superiore dell'Economia e delle finanze hanno registrato un incremento del 10 per cento, passando dai circa 200.000 del 2002 ai circa 220.000 del 2003, per complessivi 1,3 miliardi di euro.

La Banca d'Italia ha continuato a svolgere, per conto dell'Inps, il servizio per il pagamento di prestazioni temporanee ad alcune categorie di assicurati. L'incremento delle operazioni eseguite nell'anno è stato rilevante (oltre 3,2 milioni contro 781 mila del 2002). È in fase di sottoscrizione la convenzione che disciplinerà il servizio (fig. H4).

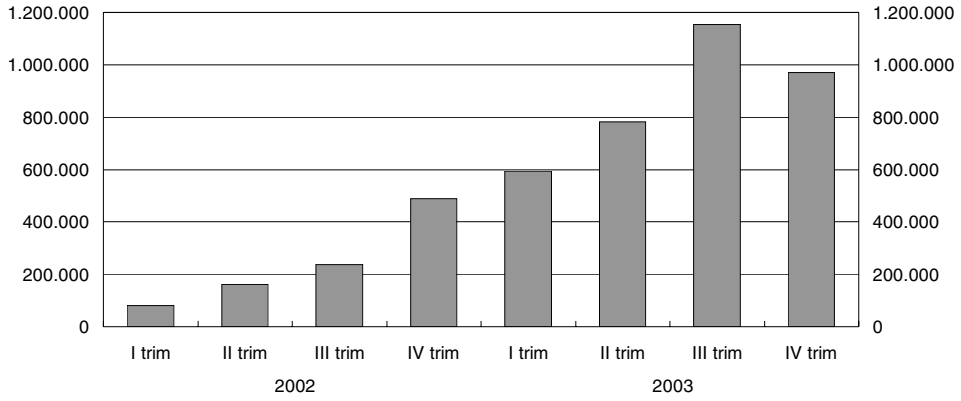
Con le nuove modalità di effettuazione degli incassi e pagamenti all'estero per conto delle pubbliche amministrazioni, previste dal D.P.R. 15 dicembre 2001, n. 482 e dalle successive norme di attuazione, la Banca è stata incaricata di eseguire le operazioni nell'area della UEM; tale attività ha dato luogo, nel 2003, a circa 10.000 pagamenti disposti prevalentemente dal Ministero degli Affari esteri, effettuati tramite il sistema TARGET, e a circa 6.500 pagamenti per pensioni erogate dal Ministero dell'Economia, eseguiti mediante banche corrispondenti. I pagamenti disposti dall'Agenzia delle entrate per rimborsi dell'IVA da pagare a residenti della UEM, per

i quali la Banca d'Italia si avvale temporaneamente dell'Ufficio italiano dei cambi, sono stati circa 13.000.

Fig. H4

PAGAMENTI PER SERVIZI DI CASSA

(quantità)



La Banca sta svolgendo, inoltre, un servizio di pagamento all'estero delle pensioni gestite dall'INPDAP, in vista del perfezionamento del rapporto convenzionale con tale Istituto previsto dallo stesso D.P.R. n. 482/2001.

Si è arricchito di nuovi contenuti il progetto avviato dal Ministero dell'Economia per il riordino del *corpus* normativo delle disposizioni sulla tesoreria dello Stato; ciò allo scopo di adeguare la disciplina all'evoluzione degli strumenti e delle modalità di effettuazione del servizio e di recepire le innovazioni connesse con l'utilizzo della telematica. Nel 2003 il Ministero dell'Economia, con la collaborazione della Banca d'Italia, ha ultimato la revisione delle disposizioni sulla chiusura dell'esercizio finanziario e sui titoli di Stato.

In collaborazione con il Ministero dell'Economia, la Banca d'Italia, nella qualità di tesoriere dello Stato, prosegue la realizzazione del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope) e delle relative strutture elaborative.

Nell'anno è stata collaudata la componente relativa alle amministrazioni centrali dello Stato; con proprie circolari, il Ministero dell'Economia ha definito i codici di classificazione della spesa statale erogata con mandati informatici e ha disposto che tali codici debbano essere utilizzati anche dai funzionari delegati che emettono ordinativi su ordini di accreditamento o su contabilità speciali; sono state avviate le attività finalizzate all'estensione dei codici agli incassi e ai pagamenti degli enti pubblici diversi dalle amministrazioni statali. Nel 2003 è stato ultimato anche lo studio di fattibilità relativo all'accesso alle informazioni del Siope da parte delle pubbliche amministrazioni, con l'obiettivo di individuare gli utenti, i prodotti informativi da rendere disponibili e

gli aspetti tecnico-organizzativi idonei a garantire la sicurezza e la riservatezza delle informazioni.

La Banca d'Italia ha collaborato con l'Istat e con la Ragioneria generale dello Stato per individuare una codificazione unica delle unità istituzionali che rientrano nell'aggregato delle Amministrazioni pubbliche di contabilità nazionale (settore S13). La cooperazione attiva tra i soggetti istituzionalmente coinvolti consentirà di disporre di una base informativa costantemente aggiornata che agevolerà il confronto statistico anche nell'ambito europeo e lo scambio dei dati sui conti pubblici.

Con l'ABI e le banche maggiormente attive nei servizi di tesoreria è stata definita l'applicazione per la trasmissione al Siope dei flussi informativi degli enti pubblici. L'ABI ha inoltre elaborato lo standard per il mandato informatico locale, che consentirà di gestire telematicamente il rapporto tra l'ente e il proprio tesoriere, migliorando significativamente l'efficienza delle tesorerie bancarie. Lo standard è stato approvato dal CNIPA e dalla Banca d'Italia nella sua qualità di autorità di Sorveglianza sul sistema dei pagamenti.

È intendimento del Ministero dell'Economia disporre del Siope nel 2005. A regime, il Sistema consentirà al Ministero di conoscere tempestivamente i flussi finanziari relativi all'intero settore pubblico e di verificare, in corso d'anno, l'andamento degli indicatori di finanza pubblica stabiliti in ambito europeo.

IV. – AMMINISTRAZIONE E BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

2*

I – AMMINISTRAZIONE E BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

LE ATTIVITÀ E L'ORGANIZZAZIONE DELLA BANCA

Nel corso del 2003 è proseguito l'impegno della Banca nello svolgimento delle funzioni istituzionali sul versante internazionale, nell'ambito dell'Eurosistema e a livello nazionale; sono stati innovati strumenti e procedure di lavoro, anche attraverso un più intenso ricorso alla tecnologia.

L'Istituto svolge un ruolo attivo nel Sistema europeo di banche centrali (SEBC) con contributi di analisi e di decisione, con l'espletamento delle attività operative, con la collaborazione a importanti iniziative progettuali. Insieme con la Banque de France e con la Deutsche Bundesbank partecipa alla realizzazione del nuovo sistema di regolamento europeo Target 2; è in corso il rinnovo delle infrastrutture di rete per il collegamento tra le Banche centrali nazionali (BCN); si intensificano le attività per la realizzazione dell'area unica dei pagamenti al dettaglio in euro; apporti di studio e di ricerca sono forniti nel campo della produzione delle banconote.

In ambito nazionale ampia collaborazione è stata fornita al Parlamento e agli altri organi costituzionali.

Sono stati approfonditi i contenuti e i metodi della Sorveglianza sul sistema dei pagamenti; il provvedimento di attuazione dell'art. 146 del Testo unico bancario, emanato dal Governatore il 24 febbraio 2004, ha fissato la cornice normativa per l'esercizio della funzione.

In materia di Vigilanza creditizia e finanziaria l'azione è volta all'affinamento degli strumenti di analisi e di controllo e agli adeguamenti della normativa; si è intensificata la partecipazione a gruppi internazionali di coordinamento tra le Autorità di supervisione.

È in fase di realizzazione il progetto volto a conferire un più funzionale assetto organizzativo al comparto operativo delle Filiali. Le innovazioni normative e procedurali adottate contribuiscono a elevare la qualità dei servizi resi e ad accrescere l'efficienza operativa della rete territoriale.

Crescente attenzione è rivolta al potenziamento delle misure tecniche, organizzative e gestionali per fronteggiare le situazioni di emergenza, sì da assicurare la continuità dell'operatività istituzionale.

Nel campo delle risorse umane l'impegno per lo sviluppo delle professionalità si avvale ora anche delle possibilità offerte dai sistemi di formazione a distanza. L'azione gestionale è volta a garantire, nel medio periodo, un'equilibrata composizione quantitativa e qualitativa del personale nelle diverse unità, correlata all'evoluzione dei compiti.

Sono stati realizzati numerosi progetti informatici a sostegno delle attività della Banca, in particolare in tema di servizi di tesoreria dello Stato, sistema dei pagamenti, politica monetaria e del cambio, Vigilanza. Si estende nell'Istituto l'uso delle tecnologie informatiche basate su internet.

L'operatività della Banca

Banca centrale e mercati. – Nel campo della politica monetaria e del cambio l'azione è rivolta all'ulteriore sviluppo dell'analisi dei mercati, all'ampliamento degli strumenti utilizzabili, al potenziamento della valutazione e del controllo dei rischi.

Nel corso dell'anno sono state effettuate 68 operazioni di mercato aperto, di cui 55 di rifinanziamento principali, 12 di rifinanziamento a più lungo termine e una di fine tuning. *La quota di titoli esteri utilizzati dalle controparti italiane è cresciuta dal 12,5 per cento del 2002 a circa il 30 per cento.*

È cresciuta l'efficienza della procedura per la gestione delle informazioni relative alle controparti e alle attività stanziabili a garanzia delle operazioni di politica monetaria. Le diverse fasi del trattamento delle informazioni sulle controparti hanno formato oggetto di un intervento di revisione dell'Ispettorato interno.

Nel mese di giugno è stata adeguata la disciplina della riserva obbligatoria a seguito dell'istituzione di una nuova tipologia di conti accentrati che sostituiscono i conti "locali", aperti presso le Filiali della Banca da alcune banche estere per l'assolvimento degli obblighi di riserva.

Le modifiche al sistema di regolamento lordo BI-REL e l'avvio del nuovo servizio di liquidazione degli strumenti finanziari denominato Express II hanno avuto riflessi sul regolamento delle operazioni in titoli offerti in garanzia nelle operazioni di politica monetaria.

Nell'amministrazione delle riserve in valuta sono proseguiti gli approfondimenti volti ad ampliare le opportunità di investimento e a sviluppare nuovi strumenti di analisi per la gestione del portafoglio.

Alla fine del 2003 le riserve valutarie della Banca, composte per il 96 per cento circa da dollari e yen, ammontavano a 25.569 milioni di euro, con un aumento del 5 per cento rispetto al 2002. Il 61 per cento delle riserve è amministrato direttamente dalla Banca e la restante parte dall'Ufficio italiano dei cambi.

Le riserve gestite per conto della BCE ammontavano a circa 5,5 miliardi di euro, registrando rispetto al 2002 una diminuzione del 15 per cento circa imputabile all'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro e dello yen.

La società di revisione contabile esterna ha effettuato, su incarico della BCE, la verifica annuale sulle riserve in valuta estera e in oro amministrate dalla Banca per conto della stessa BCE.

Nella gestione del debito pubblico l'Istituto ha collaborato con il Ministero dell'Economia e delle finanze nell'adozione di misure volte a cogliere le opportunità offerte dalle condizioni di mercato e ad accrescere il numero degli investitori.

Dal mese di settembre ha preso avvio un programma di emissione di BTP con rendimento correlato all'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area dell'euro.

Sono state effettuate 205 operazioni di collocamento, di cui 89 riservate agli operatori specialisti in titoli di Stato; è stata curata la fase di regolamento relativa a 4 operazioni di collocamento tramite sindacato e agli interventi di riacquisto di titoli effettuati dal Tesoro sul mercato over-the-counter*, che hanno consentito di ridurre il capitale in scadenza per circa 6 miliardi di euro. Nell'ambito degli interventi per la ristrutturazione del debito pubblico interno, sono state eseguite 5 operazioni di concambio tramite asta, per un totale di circa 10 miliardi di euro.*

Si è provveduto a modificare la procedura di collocamento mediante asta gestita dalla Banca al fine di accrescere l'efficienza e la sicurezza del mercato primario. In particolare, è stato consentito il regolamento dei titoli da parte di un intermediario delegato dal partecipante all'asta ed è stato fissato un prezzo massimo accoglibile al fine di evitare le conseguenze di prezzi eccessivamente elevati formulati dagli operatori.

L'attività di emissione di titoli del debito pubblico sui mercati internazionali ha riguardato 74 prestiti, 49 nel 2002, 5 dei quali rientranti nel programma di raccolta global bond*, 8 in quello delle* euro medium term notes *e 61 in quello dei* commercial papers*.*

Nella gestione dei portafogli di investimento sono state affinate le tecniche di valutazione dei rischi nella direzione di un'analisi integrata dei fattori di rischio riguardanti i mezzi propri dell'Istituto. Sono state estinte le anticipazioni ex DM 27 settembre 1974, per circa 12 miliardi di euro.

Con riferimento al portafoglio dei titoli di Stato, nel corso del 2003 sono stati effettuati acquisti per un valore di circa 10,4 miliardi di euro, a fronte di titoli venuti a scadenza per 8,8 miliardi di euro.

Gli acquisti di azioni, per un valore di 577 milioni di euro, sono stati parzialmente bilanciati dalle cessioni, effettuate a seguito dell'adesione a 9 offerte pubbliche di acquisto, per un controvalore di 505 milioni di euro.

Nella gestione del fondo pensione complementare per i dipendenti assunti dal 28 aprile 1993 si è perseguito l'obiettivo di conservare la tendenziale conformità tra portafogli gestiti e benchmark di riferimento. Alla fine del 2003 il patrimonio netto complessivo del fondo ammontava a circa 43 milioni di euro (33 milioni alla fine del 2002).

Nel maggio 2003 è iniziato il servizio di controparte centrale sui mercati azionari a pronti gestito dalla Cassa di compensazione e garanzia. Dal gennaio 2004 è cessato il servizio di liquidazione dei titoli gestito dalla Banca, sostituito dal nuovo servizio di regolamento Express II curato dalla società Monte Titoli.

Le fasi conclusive dei lavori preparatori per l'avvio di Express II sono state seguite da una task force costituita presso la Monte Titoli, alla quale hanno partecipato, oltre al gestore del sistema, rappresentanti degli intermediari, degli organismi di mercato, delle autorità. Proseguono gli approfondimenti sulle linee evolutive di Express II, sulle eventuali criticità del sistema e sulle possibili soluzioni.

La Banca ha messo a punto le modalità di raccolta e sfruttamento dei flussi informativi provenienti dalla Monte Titoli a supporto della funzione di supervisione sul nuovo sistema.

Nel mese di settembre l'Istituto ha approvato, d'intesa con la Consob, le modifiche ai regolamenti operativi della Cassa di compensazione e garanzia e della Monte Titoli. Il regolamento della Consob del 23 dicembre 1998, n. 11768 è stato aggiornato, d'intesa con la Banca, nella parte relativa alle insolvenze di mercato, al fine di tenere conto dell'introduzione del servizio di controparte centrale sui mercati di borsa e del nuovo sistema di regolamento dei titoli. Con provvedimento del Governatore del 20 ottobre 2003, emanato d'intesa con la Consob, Express II è stato designato ai fini del riconoscimento del carattere di definitività degli ordini di trasferimento.

Nella vigilanza sui mercati all'ingrosso dei titoli di Stato, la Banca ha fornito i prescritti pareri al Ministero dell'Economia e delle finanze per le modifiche al regolamento del mercato telematico dei titoli di Stato e al decreto di autorizzazione del mercato BondVision.

Il sistema dei pagamenti e la Tesoreria. – Il 16 giugno 2003 è stata resa operativa la nuova versione del sistema di regolamento lordo BI-REL; grazie anche all'adozione di standard di comunicazione internazionali e della tecnologia internet, essa consente una gestione più flessibile e interattiva dei pagamenti.

Nel mese di giugno il Fondo monetario internazionale (FMI) ha espresso un giudizio favorevole sulla rispondenza di BI-REL ai principi

definiti in sede di Banca dei regolamenti internazionali (BRI) circa i sistemi di pagamento di rilevanza sistemica.

L'attività di controllo e presidio dei rischi inerenti al funzionamento delle componenti nazionali di TARGET si è sviluppata in applicazione della metodologia definita nell'ambito del SEBC (cfr. la sezione: La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento).

Nel 2003 il sistema TARGET ha trattato, in media giornaliera, circa 261.000 pagamenti domestici e transfrontalieri, per un controvalore di oltre 1.650 miliardi di euro (250.000 pagamenti per circa 1.550 miliardi nel 2002); la quota dei pagamenti transfrontalieri è aumentata dell'11 per cento circa, in termini sia di numero di operazioni sia di importo. In BI-REL sono stati regolati circa 45.000 pagamenti al giorno, per oltre 130 miliardi di euro.

Il progetto per la realizzazione della piattaforma unica del futuro sistema di regolamento europeo Target 2, annunciato nel mese di luglio, verrà sviluppato integrando le componenti più evolute dei sistemi di regolamento lordo delle istituzioni proponenti. Saranno così minimizzati i tempi e i costi di realizzazione, consentendo agli operatori nazionali e alla Banca di mettere a frutto gli investimenti infrastrutturali effettuati e le conoscenze acquisite.

L'iniziativa è stata presentata alle banche centrali dell'Unione europea e dei paesi che vi hanno recentemente aderito. Sotto il profilo funzionale il nuovo sistema disporrà di una elevata flessibilità di utilizzo e adotterà soluzioni tecniche avanzate per garantire la continuità di servizio.

All'inizio del 2004 è stato costituito un Comitato, presieduto da un Vice Direttore Generale, con compiti di indirizzo, coordinamento e controllo delle attività finalizzate alla realizzazione dell'infrastruttura di Target 2 e all'adeguamento delle applicazioni aziendali e di quelle della comunità bancaria italiana.

Sono stati avviati i lavori per migliorare le funzionalità e le prestazioni del sistema di regolamento dei pagamenti al dettaglio BI-COMP.

Il servizio di compensazione giornaliera dei recapiti ha eseguito, per conto di 165 aderenti, circa 1,3 miliardi di operazioni per un ammontare complessivo di 2,8 miliardi di euro, con un aumento in valore del 7 per cento rispetto all'anno precedente.

Nel 2003 il servizio di compensazione e di liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari gestito dalla Banca ha trattato un ammontare di circa 34.700 miliardi di euro, con un incremento del 4,8 per cento rispetto all'anno precedente; a fine anno partecipavano alla liquidazione 216 intermediari. È stata definita con la società Monte Titoli la Convenzione volta a disciplinare i rapporti connessi con il regolamento in BI-REL della parte in contanti delle operazioni originate nella liquidazione netta e nella liquidazione lorda dei titoli.

Nell'ambito del Correspondent central banking model (CCBM) vigente per le operazioni di credito dell'Eurosistema, i tempi di esecuzione delle transazioni delle banche italiane su titoli depositati all'estero sono stati conformati agli standard fissati dalla BCE.

Le operazioni di pagamento, nazionali e cross-border, effettuate dalla Banca nell'ambito dei servizi di correspondent banking *sono aumentate da 11.500 a 24.200: l'incremento è dovuto principalmente all'avvio del servizio di pagamento a favore di residenti negli altri paesi della UEM per conto della pubblica Amministrazione; circa metà delle transazioni è stata regolata mediante il sistema TARGET.*

Il 30 marzo 2004 è stato pubblicato nella *Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana* il provvedimento del Governatore di attuazione dell'art. 146 del Testo unico bancario. Il provvedimento indica i criteri e i principi cui deve essere improntata l'azione degli operatori e definisce gli strumenti e le modalità di esercizio della funzione di sorveglianza sul sistema dei pagamenti.

La Banca ha contribuito ai lavori condotti presso la Commissione europea per la realizzazione di un quadro giuridico unico per i pagamenti al dettaglio nei paesi dell'Unione.

Nell'ambito della disciplina volta ad assicurare la definitività delle operazioni concluse sui mercati finanziari (cosiddetta settlement finality*), è in via di emanazione un provvedimento che definisce gli obblighi di segnalazione e le procedure di scambio delle informazioni che dovranno essere attivate, all'interno e all'esterno dell'Istituto, in caso di insolvenza di un partecipante a uno dei sistemi di regolamento previsti dalla legge.*

Si sono conclusi i lavori di predisposizione della normativa di secondo livello riguardante gli istituti emittenti moneta elettronica, che, tra l'altro, esplicita il raccordo tra la Vigilanza e la Sorveglianza per il controllo delle caratteristiche di sicurezza degli strumenti di pagamento elettronici e dei relativi circuiti di utilizzo.

Ai fini della prevenzione dei rischi operativi di natura sistemica è stato realizzato dall'ABI, in raccordo con la Banca, il progetto per il controllo della funzionalità del circuito ATM; uno specifico strumento informatico consentirà la verifica in tempo reale del funzionamento dei punti critici del sistema. Ha preso avvio il controllo sulla SIA con riferimento al suo ruolo di fornitore dell'infrastruttura tecnologica del nuovo sistema dei pagamenti europei al dettaglio (STEP2).

Nel 2003 e nei primi mesi del 2004 le Filiali hanno svolto, presso sportelli bancari, 440 indagini conoscitive sulla qualità dei servizi di pagamento, estese anche ad aspetti relativi ai pagamenti transfrontalieri per soddisfare esigenze conoscitive emerse in sede europea. I risultati delle indagini acquisiti nei tre anni trascorsi dall'avvio di questa iniziativa hanno contribuito ad arricchire il patrimonio informativo di interesse della Sorveglianza nel settore dei pagamenti al dettaglio e hanno già consentito di avviare, presso gli organismi di settore, azioni di miglioramento nei servizi della specie.

Nel corso del 2003 sono stati seguiti, in collaborazione con i Ministeri dell'Interno e della Giustizia, i lavori per il censimento nell'archivio della Centrale d'allarme interbancaria (CAI) delle sanzioni amministrative e penali irrogate in relazione ad assegni e carte di pagamento irregolari; è stato redatto un protocollo d'intesa con i due Ministeri e sono state definite le specifiche funzionali e tecniche delle relative procedure informatiche.

Al 31 dicembre 2003 la CAI censiva 244.972 segnalazioni di revoca della facoltà di emettere assegni; quelli iscritti nel segmento dell'archivio relativo ai titoli smarriti, rubati o bloccati a seguito di revoca ammontavano a 17.126.986; le segnalazioni di revoca relative alle carte di pagamento erano 69.238; le carte smarrite o bloccate erano in totale 2.199.356. È stata realizzata una procedura informatica per una più efficiente gestione degli esposti presentati da soggetti interessati da segnalazioni di revoca.

Nel 2003 le Tesorerie hanno eseguito, per conto dello Stato, incassi per 2.658.347 milioni di euro e pagamenti per 2.665.757 milioni (cfr. tav. aI1). Al 31 dicembre il saldo del conto "Disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria" è diminuito di 7.410 milioni di euro rispetto all'anno precedente, risultando pari a 13.208 milioni di euro.

Nell'ambito del Sistema informatizzato dei pagamenti della pubblica Amministrazione (SIPA) è stata realizzata la procedura per la gestione informatica delle spese fisse, che consente la dematerializzazione di oltre 20 milioni di operazioni; la connessa rendicontazione telematica alle Amministrazioni pubbliche e alla Corte dei conti è stata accentrata presso la Filiale di Roma Tuscolano.

Proseguono le attività amministrative e informatiche per la dematerializzazione degli ordini di accreditamento e degli ordinativi. Alla fine del 2003 è entrata a regime la procedura per la gestione telematica delle contabilità speciali relativamente ai conti amministrati dalla Ragioneria generale dello Stato esistenti presso la Tesoreria centrale.

Si sviluppano le attività per la realizzazione del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope).

Nel corso dell'anno sono stati completati i collaudi interni alla Banca, programmati quelli con le banche tesoriere degli enti, definito lo studio di fattibilità per l'accesso al Sistema da parte del Ministero dell'Economia e delle finanze, degli enti pubblici segnalanti e di altre amministrazioni interessate.

Ha preso avvio il servizio di cassa per conto della Scuola superiore dell'economia e delle finanze, remunerato in base a un nuovo profilo tariffario che prevede un canone fisso e una parte variabile, correlata al volume di pagamenti eseguiti.

La Vigilanza creditizia e finanziaria. – I principali impegni della funzione hanno riguardato l'adeguamento della normativa di settore alla legislazione in tema di diritto societario, la definizione della recente regolamentazione sul capitale, l'approfondimento delle tematiche connesse con l'applicazione dei nuovi principi contabili internazionali ai bilanci bancari e alle segnalazioni di vigilanza.

Ai fini della valutazione delle istanze di accesso al mercato bancario da parte di operatori italiani ed esteri si sono tenute 20 riunioni (36 nel 2002) con i promotori delle iniziative e con gli esponenti degli organismi federativi; 20 incontri (23 nel 2002) con esponenti aziendali e azionisti rilevanti hanno riguardato operazioni di riassetto proprietario o di ristrutturazione di gruppi bancari.

Gli interventi di vigilanza si sono prevalentemente concentrati sui profili del rafforzamento patrimoniale dei grandi gruppi bancari e sull'analisi delle iniziative organizzative intraprese dagli intermediari in materia di sistemi di governo aziendale e di controllo interno dei rischi. Nel complesso, gli interventi hanno riguardato 450 banche; i richiami formali sono stati 403. Si sono tenuti complessivamente 456 incontri con esponenti aziendali, di cui 231 presso le Filiali. Con gli intermediari non bancari sono stati effettuati 224 incontri per l'esame delle situazioni aziendali (di cui 82 presso le Filiali) e 114 preliminari all'accesso al mercato.

Gli accertamenti ispettivi hanno impegnato 117 elementi dell'Ispettorato vigilanza per 16.128 giornate (120 per 17.490 giornate nell'anno precedente); per coadiuvare gli addetti al Corpo ispettivo nello svolgimento delle attività sono stati utilizzati anche 16 elementi addetti ad altri Servizi e alle Filiali, per ulteriori 936 giornate lavorative. Gli accertamenti svolti in autonomia dalle Filiali hanno richiesto l'impiego di 412 elementi (406 nel 2002) per un totale di 17.134 giornate lavorative (17.891 nel 2002).

Le Filiali hanno effettuato presso le dipendenze delle banche 683 verifiche del rispetto della normativa sulla trasparenza delle condizioni contrattuali (1.009 nel 2002), impiegando 628 addetti per un totale di 1.889 giornate lavorative (rispettivamente, 905 e 2.013 nell'anno precedente).

Elementi del corpo ispettivo hanno svolto 9 nuovi incarichi di consulenza tecnica per conto dell'Autorità giudiziaria, che si aggiungono ai 17 iniziati in anni precedenti e non ancora ultimati; questa attività ha richiesto un impegno pari a 2.614 giornate lavorative; 21 ispettori hanno reso testimonianza su convocazione dell'Autorità giudiziaria, con un impegno di 44 giornate lavorative. Altri 10 incarichi di consulenza tecnica sono stati assunti da personale di altri Servizi dell'Amministrazione Centrale e delle Filiali.

Si sono svolte 224 riunioni per l'esame dei rapporti ispettivi e 41 per il vaglio di irregolarità emerse nell'attività di vigilanza cartolare (rispettivamente 199 e 40 nell'anno precedente); la Commissione consultiva per l'esame delle irregolarità di vigilanza si è riunita 38 volte (32 nel 2002).

L'attività connessa con la trattazione degli esposti concernenti i rapporti tra banche e clientela ha riguardato l'esame di 4.835 segnalazioni (3.916 nel 2002), delle quali 3.846 gestite direttamente dalle Filiali (2.715 nell'anno precedente).

In materia di promozione e tutela della concorrenza nel settore del credito, si sono svolte 6 riunioni con esponenti di banche in relazione all'avvio di istruttorie riguardanti intese restrittive della concorrenza.

La circolazione monetaria. – Nel campo della produzione delle banconote si perseguono obiettivi di efficienza e di economicità, in un quadro caratterizzato da crescente competitività nell'ambito dell'Eurosistema. Sono state potenziate le attività di ricerca e sviluppo per la progettazione delle banconote.

La produzione realizzata nel 2003 ha riguardato i tagli da 50 e da 100 euro, per un totale di 461,2 milioni di banconote. Da cinque BCN sono pervenute 300 milioni di banconote (tagli da 10, 50 e 500 euro) destinate alla circolazione e 151,6 milioni (tagli da 20 e 500 euro) per le scorte strategiche.

La Banca partecipa, in collaborazione con altre stamperie europee, a due progetti di ricerca in materia di realizzazione di banconote di emergenza per i tagli maggiormente esposti al rischio di contraffazione.

Lo stabilimento di produzione della Banca ha ricevuto l'attestazione di conformità ai nuovi standard di qualità definiti dalle norme internazionali, anche con riferimento all'attività di progettazione.

Nel corso dell'anno sono state immesse in circolazione 1,9 miliardi di banconote, per un valore di 79,8 miliardi di euro. Sono rientrate nelle casse dell'Istituto 1,8 miliardi di banconote, pari a 66,7 miliardi di euro; un quantitativo analogo è stato sottoposto a procedure di selezione automatica presso le Filiali.

Alla fine del 2003 l'ammontare complessivo delle banconote in euro emesse dalla Banca risultava pari, al netto di quelle rientrate, a 1,7 miliardi di pezzi, per un valore di 79,5 miliardi di euro, con un aumento del 19,7 per cento rispetto alla consistenza registrata alla fine del 2002 (66,4 miliardi di euro).

Sono state riconosciute false 92.197 banconote, contro le 13.131 del primo anno di circolazione dell'euro. L'Autorità giudiziaria ha affidato a personale della Banca 32 incarichi peritali (33 nel 2002).

La quota residua di banconote in lire in circolazione ammontava, alla fine del 2003, a 466 milioni di pezzi (a fronte dei 494 milioni registrati alla fine del 2002) al netto dei biglietti nel frattempo prescritti. Il quantitativo di monete in lire rientrate alla Cassa speciale per le monete a debito dello Stato si è ragguagliato a 459 milioni di pezzi, per un valore di 77 miliardi di lire.

La ricerca giuridica. – Sono state seguite le diverse iniziative, in ambito nazionale, comunitario e internazionale, in materia di diritto societario, *corporate governance* e crisi d'impresa.

L'Istituto ha collaborato nelle competenti sedi istituzionali per l'emanazione del D.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, che ha introdotto disposizioni correttive ai decre-

ti legislativi di attuazione della riforma del diritto societario emanati nel 2003 e ha dettato norme per il loro coordinamento con i Testi unici bancario e della finanza. Si è provveduto, inoltre, ad analizzare le soluzioni prospettate per la riforma del diritto fallimentare.

Sono stati condotti approfondimenti e formulate proposte nell'ambito dei progetti di ammodernamento della disciplina societaria europea e internazionale.

Lavori di ricerca hanno riguardato: la remunerazione degli amministratori nelle società per azioni; i profili giuridici relativi ai contratti di trasferimento del rischio di credito; la struttura e la disciplina dell'organo amministrativo nelle società per azioni; il ricorso a mezzi alternativi di risoluzione delle controversie.

La ricerca storica. – Sono in fase di conclusione i lavori sul processo di innovazione tecnologica e sul modello di specializzazione internazionale dell'Italia nel secondo dopoguerra.

Sono stati pubblicati il volume La Banca d'Italia. Sintesi della ricerca storica 1893-1960 *e una raccolta di immagini fotografiche riguardanti la Banca Nazionale nel Regno nel 1868. Si è proceduto alla ricostruzione delle statistiche relative agli impieghi e ai depositi delle aziende di credito italiane tra il 1937 e il 1948.*

La tecnologia di archiviazione su disco ottico del patrimonio documentale di interesse storico della Banca è stata estesa a nuovi ambiti. È stata messa a punto l'infrastruttura tecnica per la riorganizzazione e la valorizzazione degli archivi storici delle Filiali.

Le risorse aziendali

L'assetto organizzativo. – Il progetto di revisione delle strutture di cassa e di riscontro delle Filiali, che prevede nuovi assetti procedurali e normativi, è stato attuato presso un terzo delle Unità della rete territoriale. Il nuovo modello organizzativo integrato, che assicura flessibilità e sicurezza nello svolgimento delle attività, è volto a conseguire miglioramenti nei servizi offerti all'utenza.

L'assetto delle nuove unità di base del comparto operativo-contabile delle Filiali, denominate "Incassi, pagamenti e controllo", si basa sull'articolazione dei compiti in tre segmenti operativi (Incassi e pagamenti, Gestione valori, Accertamento e riscontro).

Allo scopo di razionalizzare gli assetti interni delle Filiali in relazione all'andamento dei carichi di lavoro e di consentire un più flessibile utilizzo delle risorse, sono stati soppressi i "settori" costituiti all'interno delle unità di cassa.

Si dispiega l'impegno per la semplificazione dei processi di lavoro nel campo dell'amministrazione interna, con particolare riguardo alle modalità per l'approvvigionamento di beni e servizi.

Presso l'Amministrazione Centrale è stato in gran parte realizzato un progetto di revisione organizzativa delle strutture di base del Servizio Fabbricazione carte valori.

Gli interventi, volti a rafforzare la posizione dello stabilimento di produzione delle banconote nel contesto europeo, prevedono il riordino delle unità operative più direttamente coinvolte nel processo produttivo e nelle attività di supporto, secondo criteri di omogeneità e di integrazione dei processi di lavoro e dei compiti.

All'Ufficio per la salute e la sicurezza sul lavoro sono stati attribuiti compiti di indirizzo e coordinamento per l'applicazione della legislazione in materia di tutela dell'ambiente esterno. Sulla base di una convenzione in corso di stipula, l'Unità svolgerà i compiti in materia di sicurezza sul lavoro anche per conto dell'Ufficio italiano dei cambi. Altri interventi organizzativi hanno riguardato unità di base dei Servizi Segretariato e Acquisti e dotazioni.

In applicazione delle disposizioni della legge 31 dicembre 1996, n. 675 e del D.lgs. 11 maggio 1999, n. 135, con provvedimento del Governatore del 5 dicembre 2003, pubblicato nella Gazzetta ufficiale della Repubblica italiana *del 17 dicembre 2003, è stato adottato il Regolamento che disciplina il trattamento dei dati sensibili e giudiziari effettuato dalla Banca per finalità connesse con la gestione del rapporto d'impiego e con l'instaurazione e la gestione dei rapporti contrattuali di appalto.*

In attuazione dell'art. 34 del D.lgs. 30 giugno 2003, n. 196 (Codice in materia di protezione dei dati personali) e del relativo Disciplinare tecnico in materia di misure minime di sicurezza, è stato aggiornato il Documento programmatico di sicurezza. Nell'ambito dell'attività di coordinamento della normativa interna, sono state esaminate 119 disposizioni, di cui 3 nuove circolari e 25 aggiornamenti di quelle già emanate.

Sono state potenziate le postazioni informatiche individuali presso i Servizi dell'Amministrazione Centrale ed è stata avviata l'azione per l'ampliamento di quelle delle Filiali.

Le risorse umane. – Nell'azione di contenimento degli organici, la gestione delle risorse umane è volta a valorizzare gli effetti dell'unificazione dei ruoli amministrativo e di cassa e del progressivo superamento della carriera degli addetti ai servizi generali e di sicurezza, con l'obiettivo di cogliere le opportunità di tali riforme in termini di crescita delle professionalità e di innalzamento dei livelli di efficienza.

Dal 1° gennaio 2003 è stata abolita la distinzione per ruoli organici, risalente ai primi anni dell'attività della Banca, tra il personale addetto a compiti amministrativi e quello adibito al trattamento dei valori.

Tutto il personale finora interessato dall'accorpamento delle unità di cassa e di riscontro è stato coinvolto in una intensa attività formativa, volta all'integrazione delle competenze e alla valorizzazione delle complementarità tra i profili professionali; i seminari svolti a livello accentrato sono stati alternati con interventi di rotazione e affiancamento sul posto di lavoro.

In base agli accordi negoziali del giugno 2002, sottoscritti con le Organizzazioni sindacali, verrà gradualmente superata la carriera dei servizi generali e di sicurezza: i relativi compiti vengono in parte dati in appalto all'esterno e in parte demandati al personale della carriera operativa. Per utilizzare in lavori di ufficio parte degli elementi già inquadrati nella carriera dei servizi generali e di sicurezza sono state espletate due selezioni interne: su base locale e su base nazionale; alle selezioni hanno partecipato 214 elementi; 122 hanno ottenuto il passaggio di carriera, di cui 109 a livello locale e 13 a livello nazionale.

Al 31 dicembre 2003 l'organico complessivo della Banca era di 8.309 dipendenti, con una riduzione di 172 unità rispetto alla fine del 2002 (cfr. tav. aI2). Nel corso dell'anno sono state perfezionate 46 assunzioni (a fronte delle 88 nel 2002), di cui, oltre a un elemento a contratto, 2 nella carriera direttiva, 35 in quella operativa e 8 in quella dei servizi generali e di sicurezza (cfr. tav. aI3); queste ultime sono avvenute a seguito di una selezione riservata a soggetti disabili, ai sensi della legge 12 marzo 1999, n. 68.

È stato espletato un concorso per l'assunzione di 30 Vice assistenti, che si è connotato per la numerosità dei partecipanti (circa 108.000 domande) e per l'utilizzo di una metodologia di selezione innovativa, diretta a rilevare nei partecipanti stessi le caratteristiche di flessibilità mansionistica e organizzativa proprie del ruolo unificato. A seguito della preselezione per titoli 10.260 candidati sono stati ammessi alla prova scritta, superata da 614 partecipanti. La graduatoria finale presenta, oltre ai 30 vincitori, 412 posizioni utilizzabili per ulteriori esigenze che si dovessero manifestare nell'arco dei quattro anni di validità della stessa.

La mobilità a domanda ha riguardato 147 dipendenti; quella d'ufficio 174.

L'azione formativa ha riguardato 3.671 partecipanti per 19.465 giornate aula. La formazione specialistica concernente le attività di supervisione ha coinvolto più di 800 elementi, in prevalenza funzionari e coadiutori, per metà circa provenienti dalle Filiali; 460 elementi hanno partecipato a iniziative per il potenziamento delle capacità di comportamento organizzativo, anche in relazione alla rilevazione delle abilità comportamentali, che ha interessato nell'anno 236 dipendenti (154 funzionari di 2ª e 82 coadiutori).

A seguito dell'esito positivo della sperimentazione, che ha coinvolto 164 dipendenti dell'Amministrazione Centrale e delle Filiali, è stata avviata la formazione a distanza, che, utilizzando tecnologie informatiche, consente di svolgere un'azione formativa continua, più tempestiva e diffusa sul territorio, meno costosa.

Nel campo delle relazioni sindacali si è sviluppata la trattativa per il rinnovo degli accordi negoziali relativi al quadriennio 2002-05; i principali temi affrontati riguardano il sistema degli inquadramenti, la normativa sull'orario di lavoro, la razionalizzazione di alcuni istituti del trattamento economico.

Nel corso dell'anno si sono svolti incontri informativi sulle linee portanti del progetto di unificazione delle strutture di cassa e di riscontro delle Filiali e per un esame delle ricadute sul personale.

È stata svolta una prima verifica di tipo attuariale per aggiornare i coefficienti applicabili nel calcolo del trattamento previdenziale erogabile dal Fondo pensione complementare per i dipendenti assunti dal 28 aprile 1993.

La risorsa informatica. – È proseguita l'azione per potenziare i servizi informatici dell'Istituto e per accrescere i livelli della sicurezza informatica.

Nell'attività di sviluppo applicativo a sostegno del comparto istituzionale (cfr. il paragrafo: L'operatività della Banca*) i principali impegni hanno riguardato: l'estensione delle applicazioni di tesoreria telematica a ulteriori titoli di spesa e la messa a punto della procedura per il pagamento delle pensioni dei dipendenti pubblici attraverso la rete interbancaria; la realizzazione del Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope); gli interventi su BI-REL/TARGET connessi con l'adozione delle funzionalità SWIFTNet e con l'avvio del nuovo sistema di liquidazione dei titoli (Express II); il completamento dello studio di fattibilità per la revisione dei sistemi informatici a supporto delle operazioni di politica monetaria e in cambi.*

Nell'ambito del SEBC la Banca d'Italia collabora alla realizzazione di soluzioni volte ad assicurare la continuità operativa delle funzioni fondamentali. È stato progettato il rinnovo delle infrastrutture di rete utilizzate nel collegamento tra le BCN, con l'obiettivo di migliorarne le prestazioni e l'affidabilità attraverso meccanismi di disaster recovery. *È stata avviata l'analisi dell'architettura generale della piattaforma comune del nuovo sistema europeo di regolamento (Target 2) e del relativo modello di continuità operativa.*

Fra le applicazioni al servizio delle funzioni di amministrazione interna rilevano: l'adeguamento della contabilità generale ai nuovi principi definiti dalla BCE e l'automazione delle funzionalità per il calcolo del reddito monetario; il varo del progetto di formazione a distanza; la realizzazione di un primo segmento del progetto e-procurement. *Nel corso dell'anno è stata gradualmente avviata in esercizio la nuova procedura per la gestione della corrispondenza, che realizza una maggiore integrazione con gli strumenti di automazione di ufficio già in uso.*

Nello sviluppo della tecnologia internet in condizioni di sicurezza sono iniziati i lavori per consentire la raccolta di dati dall'esterno, la fruizione dei servizi della rete dal posto di lavoro e l'accesso dei dipendenti alla propria casella di posta elettronica anche dall'esterno dell'Istituto.

Il rinnovo delle infrastrutture tecnologiche di Filiale, ormai completato, e i nuovi sistemi di supervisione della sicurezza realizzano architetture meno complesse e più funzionali. Con il potenziamento delle infrastrutture di collegamento tra Amministrazione Centrale e Filiali si è conseguito un aumento della capacità di trasmissione delle informazioni.

*In materia di sicurezza informatica è in corso di realizzazione un'infrastruttura a chiave pubblica (*Public Key Infrastructure – *PKI), volta a favorire una gestione tecnica unitaria dei servizi di sicurezza e una progressiva convergenza dei relativi presidi.*

È stato completato lo studio per il rinnovo dei sistemi di protezione delle comunicazioni che transitano in internet e per la realizzazione di un'infrastruttura sicura di accesso remoto ai sistemi informatici dell'Istituto. È stato attuato il progetto Intrusion Detection System, *volto a rafforzare le difese contro i tentativi di violazione.*

*Nell'ambito delle attività svolte dalla Convenzione interbancaria per i problemi dell'automazione (CIPA) si sono conclusi gli studi volti a individuare i profili tecnici, funzionali e di sicurezza delle infrastrutture di rete al servizio del sistema bancario in uno scenario di potenziale coesistenza di una pluralità di reti. Le attività concernenti le applicazioni interbancarie hanno riguardato le procedure del comparto bonifici. Nel campo delle iniziative di analisi e studio, oltre alla rilevazione annuale dello stato dell'automazione del sistema creditizio, sono stati condotti approfondimenti su tematiche concernenti l'utilizzo nel sistema bancario delle tecnologie innovative (*e-learning, *tecnologie* web-based, *nuovi canali distributivi).*

Sul versante della comunicazione esterna, al fine di favorire una più ampia diffusione delle informazioni, è stato riconfigurato il sito internet dell'Istituto, che consente più agevoli modalità di consultazione.

La risorsa statistica. – Il patrimonio informativo e i presidi di controllo, elaborazione e diffusione dei dati sono stati ulteriormente arricchiti per rispondere alla crescente domanda di informazioni proveniente dall'utenza interna ed esterna.

All'inizio dell'anno è entrata in vigore la segnalazione statistica mensile sui tassi di interesse armonizzata a livello del SEBC: vi partecipano 124 banche, individuate sulla base dei criteri previsti dalla BCE. È stata emanata la normativa che disciplina la nuova rilevazione analitica dei tassi di interesse applicati dalle banche sui depositi in conto corrente e sulle operazioni di credito.

La normativa sulle segnalazioni statistiche degli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) è stata innovata, anche per rispondere alle esigenze della BCE. Altre modifiche hanno interessato le segnalazioni riguardanti il rischio di concentrazione dei crediti su base consolidata, i canali distributivi dei prodotti finanziari, l'operatività delle banche di credito cooperativo.

Conclusa l'analisi sul ruolo e sull'evoluzione della Centrale dei rischi nella gestione del credito, è stato programmato l'arricchimento delle attuali rilevazioni, estendendole ai derivati finanziari e integrando le informazioni sulle relazioni con la clientela. Approfondimenti tecnico-amministrativi hanno riguardato la possibilità di permettere lo scambio di informazioni sull'indebitamento della clientela bancaria tra le Centrali dei rischi di sette paesi dell'Unione europea.

Il Bollettino statistico *è stato arricchito di nuovi contenuti informativi relativi al fenomeno del credito al consumo e all'operatività degli OICR; internet si è ulteriormente consolidato come canale prioritario per la diffusione dei dati statistici. Nei primi mesi del 2004 sono state potenziate la procedura di supporto alle verifiche in materia di trasparenza condotte su banche e intermediari finanziari e quella per l'utilizzo delle informazioni statistiche sui soggetti vigilati ai fini delle attività di ricerca economica svolte dalle Filiali.*

Il patrimonio immobiliare e le dotazioni. – Nel mese di giugno 2003, completate le opere di approntamento del cantiere, sono stati avviati i lavori di ampliamento del Centro D. Menichella.

Oltre alle opere per la costruzione di nuovi edifici, sono iniziate le attività per la realizzazione di una nuova portineria e di aree di parcheggio aggiuntive. Il ricorso al mercato libero dell'energia ha consentito di realizzare economie nel rinnovo dei contratti di somministrazione di elettricità e gas. Sono allo studio iniziative per un ulteriore innalzamento dei livelli di sicurezza e protezione del comprensorio.

È stata recepita nelle procedure interne la normativa sugli appalti pubblici di lavori, beni e servizi; in tale ambito, è stata svolta un'intensa azione di formazione a diversi livelli.

Nel programma di riassetto logistico degli immobili in Roma sono iniziati i lavori in una parte dell'edificio di via dei Serpenti e sono state avviate le attività volte all'adeguamento del complesso di via Piacenza 6.

Proseguono le opere per la realizzazione di un'infrastruttura che consenta l'adozione e lo sfruttamento di avanzate tecnologie di trasmissione di dati e fonia presso gli edifici ad uso funzionale dell'Amministrazione Centrale e delle Filiali.

Continuano i lavori di riordino delle Filiali di Messina, Potenza e Trieste e le attività strumentali propedeutiche alla riunificazione delle Succursali di Milano e Napoli alle rispettive Sedi. Sono state completate le attività di ristrutturazione dei locali e di rinnovo degli arredi della Filiale di Lecce e quelle, presso la Sede di Torino, per l'ampliamento degli spazi a uso istituzionale.

Il nuovo sistema di approvvigionamento di beni e servizi *e-procurement*, in corso di adozione, è volto ad accrescere l'efficienza delle attuali procedure in termini di tempestività e di contenimento dei costi.

Si procederà alla stipula di contratti centralizzati di acquisto dei beni, mentre la fase esecutiva delle forniture sarà rimessa all'autonomia decisionale delle singole Unità della Banca, che effettueranno gli acquisti tramite cataloghi elettronici entro i budget di spesa. La procedura informatica è stata ultimata per la parte relativa alla rilevazione delle esigenze; sono in via di completamento le funzionalità che consentiranno agli utenti di disporre direttamente gli ordini di acquisto.

In relazione alla revisione della normativa in materia di appalti di servizi e di forniture, sono state espletate gare di rilievo comunitario.

È stata avviata su base sperimentale l'iniziativa riguardante l'accentramento regionale dei contratti di appalto global service *per i servizi di pulizia e sanificazione degli ambienti delle Filiali. Per il progetto di formazione a distanza si è provveduto all'acquisizione e all'allestimento di circa 240 postazioni specificamente dedicate. Sono stati svolti approfondimenti propedeutici all'acquisizione in locazione di fotocopiatrici digitali multifunzione.*

Si è provveduto alla riqualificazione degli arredi di due Unità dell'Amministrazione Centrale e di sei Filiali.

È proseguita l'attività per l'arricchimento e la valorizzazione del patrimonio artistico dell'Istituto attraverso l'acquisizione di 44 opere uniche di pregio e numerose opere grafiche, nonché con interventi di restauro presso le Filiali. Sono state soddisfatte numerose richieste di prestito di opere d'arte da parte di musei ed enti espositivi italiani.

In materia di salute e sicurezza sul lavoro proseguono le iniziative volte a migliorare l'elaborazione dei piani di valutazione dei rischi aziendali, anche sotto i profili dell'allargamento del censimento ai rischi emergenti e dell'efficacia comunicativa.

Si è accresciuto il numero dei sopralluoghi effettuati presso le Filiali (69 a fronte di 50 nel 2002) e i Servizi dell'Amministrazione Centrale (51 a fronte di 21), riservando particolare attenzione alle strutture ove vengono svolte attività di natura tecnica. Sono stati effettuati 672 accertamenti medici preventivi su dipendenti soggetti a sorveglianza sanitaria per rischi da movimentazione manuale di carichi, esposizione ad agenti fisici e chimici, utilizzo di videoterminali, lavoro notturno.

L'attività di formazione in questa materia ha coinvolto 1.943 dipendenti (2.072 nel 2002), soprattutto per le tematiche dell'emergenza e dell'antincendio (720 elementi dell'Amministrazione Centrale e 491 di Filiale) e per l'uso continuativo dei videoterminali (305 dipendenti). Sono stati organizzati incontri informativi con i preposti ai reparti presso i quali ha luogo una movimentazione manuale dei carichi e corsi addestrativi sull'utilizzo di prodotti chimici a beneficio di 172 elementi.

È stato predisposto un opuscolo informativo sulla sicurezza nello svolgimento delle attività tecnico-operative.

I presidi sanitari della Banca nell'area romana, oltre a garantire idonee misure di primo soccorso, hanno svolto un'attività clinica specialistica di prevenzione primaria, anche in collaborazione con il Poliambulatorio della ASL Roma C.

Controlli interni e organizzazione contabile. – Nel 2003 gli accertamenti generali condotti dall'Ispettorato interno hanno interessato un Servizio dell'Amministrazione Centrale, 15 Filiali, di cui due Sedi, e la Scuola di automazione per dirigenti bancari (Sadiba). Sono stati effettuati 7 accertamenti particolari presso Unità centrali e della rete territoriale.

In attuazione del programma concordato nell'ambito del SEBC, si è dato corso a 7 interventi di audit su sistemi e processi. In materia di EDP auditing, sono state sottoposte a revisione la procedura Mandato informatico nel comparto della tesoreria statale e quelle relative all'attività di spesa e alla liquidazione dei trattamenti di missione e di trasferimento. Ispettori hanno assicurato la temporanea direzione di un Servizio dell'Amministrazione Centrale e di 6 Filiali.

La funzione contabile è stata impegnata nelle attività di analisi concernenti l'allargamento della UE ai dieci nuovi membri e la rappresentazione in bilancio degli strumenti finanziari detenuti dalle BCN.

Nel corso del 2003 si è concluso lo studio per l'adeguamento del sistema di contabilità generale dell'Istituto ai nuovi principi fissati dalla BCE; in tale ambito, sono state realizzate le attività per la gestione informatizzata del processo di calcolo e contabilizzazione del reddito monetario della Banca secondo la nuova metodologia entrata in vigore all'inizio dell'anno.

Sono stati effettuati studi per integrare le tecniche di stima delle rendite e della redditività ordinaria dell'Istituto per un periodo medio lungo, sia per tenere conto della riconfigurazione dei portafogli di investimento della Banca connessa con l'appartenenza al SEBC sia per valutare l'andamento prospettico del reddito soggetto a tassazione. Hanno formato oggetto di approfondimento alcuni profili della riforma del diritto societario in materia contabile.

La procedura informatica che supporta il sistema contabile dell'Istituto è stata interessata da interventi di razionalizzazione e aggiornamento, tra i quali rientrano quelli resi necessari dalla riconfigurazione dei portafogli di investimento della Banca.

Sono state definite le disposizioni interne e le modalità per l'acquisizione automatica delle scritturazioni contabili relative ai futures in valuta estera. Sono state realizzate le modifiche al sistema contabile e alla connessa normativa interna in relazione all'accorpamento delle strutture di cassa e di riscontro delle Filiali.

Si affinano le procedure di spesa per accrescerne la funzionalità e l'efficienza.

La normativa di spesa è stata adeguata alla disciplina esterna in tema di appalti pubblici: sono state emanate disposizioni di settore per l'acquisizione di beni e servizi in economia. Inoltre, sono state recepite le disposizioni in materia di contrasto ai ritardi di pagamento nelle transazioni commerciali (D.lgs. 9 ottobre 2002, n. 231, di attuazione della direttiva CE 29 giugno 2000, n. 35).

È stato avviato uno studio per la revisione dei criteri di selezione utilizzati ai fini dei controlli a campione sugli atti di spesa: una mappa aggiornata dei rischi da presidiare considera anche gli aspetti legati all'applicazione della nuova disciplina degli appalti pubblici.

Sono stati analizzati i profili di politica tariffaria del nuovo sistema di regolamento BI-REL tenendo anche conto del ruolo che esso rivestirà in relazione allo sviluppo di Target 2 (cfr. la sezione: La sorveglianza e l'offerta diretta di servizi di pagamento).

Nel 2003, in relazione all'intensa produzione normativa a livello nazionale e internazionale, sono stati svolti numerosi approfondimenti in tema di fiscalità degli intermediari e dei mercati finanziari.

Si è prestata collaborazione alla Commissione ministeriale incaricata di coordinare la disciplina fiscale con la riforma del diritto societario.

È stata analizzata la riforma dell'imposizione sul reddito delle società (D.lgs. 12 dicembre 2003, n. 344) anche alla luce delle esperienze estere. Approfondimenti hanno riguardato gli sviluppi in materia di agevolazioni fiscali per le fondazioni e le ristrutturazioni bancarie e le disposizioni fiscali contenute nei provvedimenti di finanza pubblica di fine anno.

La normativa interna in materia di adempimenti fiscali è stata rivista in relazione alle modifiche legislative intervenute in numerosi settori (tassazione dei redditi delle attività finanziarie, Irpef, inquadramento fiscale delle collaborazioni coordinate e continuative, responsabilità per gli illeciti tributari, adempimenti in materia di ICI e di imposta di registro dovuta per i contratti di locazione di immobili).

Nel 2003 la Banca ha fornito assistenza fiscale diretta a 6.896 dipendenti e pensionati (6.919 nel 2002), mentre sono risultati 3.364 i casi di assistenza tramite CAF, con un aumento del 3,8 per cento rispetto all'anno precedente.

Relazioni con istituzioni e organismi esterni. – L'ampliarsi nel Paese del dibattito sulla politica economica, sulla tutela del risparmio e, in generale, sui problemi dell'economia, ha determinato un'intensificazione delle attività di collaborazione della Banca con gli organi costituzionali e con gli altri interlocutori esterni. A livello internazionale, è stato assicurato il contributo dell'Istituto nei principali organismi di cooperazione.

Apporti di analisi e di proposta sono stati forniti agli organi costituzionali in occasione della partecipazione del Governatore alle annuali audizioni parlamentari sulla finanza pubblica e, all'inizio del 2004, all'indagine conoscitiva, disposta a seguito delle crisi di grandi gruppi industriali italiani, sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio.

In numerosi incontri nelle sedi europee e presso organismi multilaterali (FMI, Banca Mondiale, OCSE, G-7, G-10, G-20) sono state dibattute, anche con la partecipazione di esponenti del Direttorio, le problematiche relative alla prevenzione e alla gestione delle crisi finanziarie internazionali, alla ristrutturazione del debito estero, alla riduzione della povertà nei paesi in via di sviluppo, al rilancio del programma di sostegno finanziario in favore dei paesi più indebitati, alla liberalizzazione degli scambi di beni e servizi, alla repressione del finanziamento del terrorismo.

Intensa è stata l'attività di analisi dei profili economici e istituzionali svolta, negli ambiti di proprio riferimento, dalle Delegazioni all'estero e dagli addetti finanziari presso le Ambasciate italiane di Mosca e Il Cairo. Gli approfondimenti delle Delegazioni hanno riguardato, tra l'altro, gli strumenti del trasferimento del rischio di credito, gli assetti di vigilanza su banche, intermediari finanziari e compagnie di assicurazione, i casi più rilevanti di crisi finanziarie di imprese. È stato attivato un osservatorio dell'economia cinese, con un addetto finanziario presso l'Ambasciata italiana a Pechino.

Esponenti della Vigilanza creditizia e finanziaria hanno preso parte alle attività della Commissione e del Consiglio dell'Unione europea (88 riunioni); del Comitato consultivo bancario e del Gruppo di contatto costituiti in seno alla UE (9 incontri); del Comitato per la vigilanza bancaria e relativi gruppi di lavoro presso la BCE (21 riunioni); del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria e suoi sottogruppi (58 riunioni);

del Joint Forum (6 incontri); dell'OCSE e suoi Comitati (6 riunioni); della World Trade Organization e del round negoziale GATS 2000 (9 incontri); del Global Financial System Committee e relativi sottogruppi (5 riunioni).

Nell'attività di ricerca giuridica, l'Istituto ha preso parte alle riunioni in sede comunitaria volte a definire le misure necessarie a dare attuazione al Piano d'azione sul diritto societario e sulla corporate governance *predisposto dalla Commissione europea; ha fornito contributi nell'ambito della definizione della recente direttiva comunitaria in materia di offerte pubbliche di acquisto; ha partecipato al processo di ammodernamento dei principi di governo societario emanati dall'OCSE; nell'ambito del G-10 ha collaborato alla redazione di un rapporto sulle problematiche connesse con l'insolvenza delle istituzioni finanziarie a operatività internazionale e all'organizzazione dell'Insolvency Symposium, tenutosi a Francoforte nel settembre 2003.*

Nel mese di luglio il Governatore ha accolto la delegazione dei membri dell'Assemblea parlamentare della NATO, affrontando tematiche economiche e monetarie e i problemi dell'antiriciclaggio. La Banca ha partecipato all'organizzazione del Consiglio informale Ecofin, tenuto a Stresa nel mese di settembre durante il semestre di presidenza italiana della UE, e a quella del Forum per la stabilità finanziaria, svoltosi a Roma il 29 e 30 marzo 2004.

In coordinamento con la BCE, è stato organizzato un seminario sulle economie del Mediterraneo e dei Balcani, svoltosi a Napoli nel gennaio 2004, con la partecipazione delle banche centrali della UE e dei Governatori dei dodici paesi partner nell'area Euromediterranea. La Banca ha predisposto documenti di analisi sui regimi e le politiche di cambio e sui settori bancario e finanziario nei paesi del Mediterraneo.

Nell'ambito dell'attività preparatoria delle riunioni degli organi decisionali della BCE, sono stati seguiti i lavori di elaborazione della Costituzione europea, per gli aspetti riguardanti il SEBC, e la tematica dell'adeguamento delle procedure di voto della BCE nella prospettiva dell'allargamento dell'Unione.

Si sono intensificate le iniziative di assistenza tecnica a favore di banche centrali dei paesi delle aree dei Balcani, del Mediterraneo e dell'Europa orientale. Nel 2003 i seminari specialistici annuali sono passati da 2 a 4; sono stati organizzati 29 visite di studio, 4 incontri informativi e 1 stage, ospitando complessivamente 182 persone.

Numerose iniziative di approfondimento promosse da altri enti e organismi su tematiche di economia, finanza e innovazione tecnologica hanno registrato la partecipazione di membri del Direttorio; in particolare, il Governatore è intervenuto in occasione della cerimonia commemorativa del decennale della scomparsa di Guido Carli e delle celebrazioni per il venticinquesimo anniversario della SIA.

Nel mese di novembre si è tenuta la settima edizione della Lezione Paolo Baffi, con l'intervento del prof. Martin Hellwig sul tema Aspetti del rischio sistemico e regolamentazione del sistema bancario e finanziario.

Il rilievo rivestito dal Trentennale di lavoro del personale dell'Istituto, giunto alla sua XXVII edizione, è stato sottolineato dalla presenza e dal discorso del Presidente della Repubblica.

Gli organi statutari

Nell'anno non sono intervenute variazioni nella composizione del Consiglio Superiore, del relativo Comitato e del Collegio dei Sindaci.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA: NOTA INTEGRATIVA

Le risultanze di bilancio dell'esercizio 2003 hanno risentito sia del deprezzamento del dollaro USA e dello yen, che hanno perso nell'anno rispettivamente circa il 20 per cento (da 1,0487 a 1,2630 per euro) e il 9 per cento (da 124,39 a 135,05 per euro) del loro valore nei confronti dell'euro, sia della flessione dei tassi di interesse nell'area dell'euro e in quella del dollaro.

Il totale della situazione patrimoniale è pari a 145.526 milioni di euro, in lieve calo rispetto all'esercizio precedente (147.338 milioni). La variazione è attribuibile dal lato dell'attivo essenzialmente alla diminuzione del valore delle attività in valuta estera causata dall'andamento dei cambi, in parte compensata dall'incremento delle operazioni di rifinanziamento e, dal lato del passivo, alla riduzione delle disponibilità sui conti del Tesoro, delle passività in valuta estera, dei fondi rischi in relazione al loro utilizzo, a propria volta parzialmente compensata dall'aumento delle banconote in circolazione.

L'utile netto dell'esercizio ammonta a 52 milioni di euro (64 nel 2002). Sul risultato dell'esercizio, che ha beneficiato dei maggiori interessi sui titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 27 dicembre 2002, n. 289, hanno inciso le svalutazioni da cambio (4.629 milioni), parzialmente coperte dall'utilizzo dei fondi rischi. Le svalutazioni hanno concorso alla formazione di una perdita fiscale ai fini dell'Irpeg di 2.949 milioni.

Al 30 aprile 2004 il cambio dollaro/euro è risultato pari a 1,1947 e quello yen/euro a 131,87, con un recupero rispettivamente del 5 e del 2 per cento nei confronti dei cambi di fine 2003.

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 presente, 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 atto di indirizzo approvato dal proprio Consiglio direttivo in data 5 dicembre 2002 (ECB/2002/10), che ha sostituito analoghi strumenti normativi adottati dal 1998 in poi, 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 risulta 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. 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);

– Testo unico delle imposte sui redditi approvato con il DPR 22 dicembre 1986, n. 917 (TUIR);

– articolo 65 (operazioni sui titoli di Stato) della legge 289/2002.

1.2. *Criteri contabili e di valutazione.* – I criteri contabili e di valutazione delle poste di bilancio per l'esercizio 2003 sono di seguito riportati; 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 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);*
- *gli acquisti di titoli obbligazionari connessi a contratti forward sono registrati, in linea con il criterio stabilito nell'Atto di indirizzo, al prezzo corrente di mercato rilevato nel giorno di regolamento;*
- *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 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" – compresi tra gli investimenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale, giusta la definizione di strumentalità riferibile al cespite ex art. 40, comma 2 del TUIR – 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).*

Sulle immobilizzazioni materiali possono essere calcolati ammortamenti anticipati (oltre l'aliquota ordinaria indicata dalla BCE), accantonati nella specifica "riserva", prevista dall'art. 67, comma 3 del TUIR e successive modificazioni. La misura degli ammortamenti anticipati è coerente con le prescrizioni della normativa italiana e di quella della BCE.

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Procedure, studi e progettazioni in corso e acconti

– *sono iscritti al costo di acquisto ovvero al costo di produzione diretto.*

Procedure, studi e progettazioni definiti

– *sono iscritti al costo di acquisto o di produzione diretto 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 una tantum previsti da contratti aventi durata pluriennale sono ammortizzati con quote costanti in base alla prevedibile durata delle reti, per i primi due, e alla durata dei contratti, per gli ultimi;*

– *i costi per l'esecuzione di lavori di tipo "incrementativo" sugli immobili di terzi locati alla Banca sono ammortizzati con quote costanti in base alla residua durata del contratto di locazione.*

Le spese di ammontare inferiore a 10.000 euro non vengono capitalizzate con l'eccezione di quelle sostenute per il software in licenza d'uso.

RIMANENZE DEI SERVIZI TECNICI

La valorizzazione delle rimanenze di magazzino, che riguardano solo il Servizio Elaborazioni e sistemi informativi, viene effettuata secondo 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 *L337 del 20.12.2001, pp.52-54). 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 euro 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 in euro attribuito a ciascuna BCN, sulla base della quota di allocazione, e quello delle banconote in euro 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 in euro 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 *L337 del 20.12.2001, pp.55-61).*

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 in euro attribuite alla BCE, venga riconosciuto separatamente alle BCN trimestralmente sotto forma di una distribuzione provvisoria di utili (Decisione 2002/9 della Banca centrale europea del 21 novembre 2002 relativa alla distribuzione alle BCN degli Stati membri partecipanti del reddito della Banca centrale europea derivante dalle banconote in euro in circolazione, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee *L323 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 in euro. 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 2003 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 Eurosistema riveniente dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema è evidenziato tra le Attività/Passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro 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.

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.

ACCANTONAMENTI 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 e quelli di variazione giornaliera sono rilevati nello stato patrimoniale; alla chiusura dell'operazione i margini di variazione, positivi o negativi, confluiscono al conto economico, convertiti al cambio del giorno.

Alla fine dell'esercizio per i contratti in essere i margini negativi incidono sul conto economico, quelli positivi vengono rilevati nel corrispondente conto di rivalutazione.

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 nozionale.

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 2003 (tavv. I1 e I2) è pari – senza considerare i conti d'ordine (tav. I3) – a 145.526 milioni, in diminuzione rispetto ai 147.338 milioni del 2002.

Tav. I1

SITUAZIONE PATRIMONIALE - ATTIVO

(migliaia di euro)

Voci		Consistenze a fine		Variazioni
		2003	2002	
1	**Oro e crediti in oro**	**26.042.196**	**25.763.615**	**278.581**
2	**Attività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro**	**24.064.857**	**27.316.456**	**–3.251.599**
2.1	crediti verso FMI	4.211.995	4.681.552	–469.557
2.2	titoli (non azionari)	14.764.932	18.770.623	–4.005.691
2.3	conti correnti e depositi	5.085.718	3.687.102	1.398.616
2.4	operazioni temporanee	–	174.826	–174.826
2.5	altre attività	2.212	2.353	–141
3	**Attività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro**	**6.449.176**	**5.298.229**	**1.150.947**
3.1	controparti finanziarie	6.449.176	5.298.229	1.150.947
	3.1.1 titoli (non azionari)	*1.848.797*	*2.125.504*	*–276.707*
	3.1.2 operazioni temporanee	–	–	–
	3.1.3 altre attività	*4.600.379*	*3.172.725*	*1.427.654*
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**	**8.196.819**	**6.933.008**	**1.263.811**
5.1	operazioni di rifinanziamento principali	8.190.918	6.932.866	1.258.052
5.2	operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	–	–	–
5.3	operazioni temporanee di *fine-tuning*	–	–	–
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	–	142	–142
6	**Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'Area Euro**	**227**	**401**	**–174**
7	**Titoli emessi da residenti nell'Area Euro (non azionari)**	**1.672.191**	**1.577.708**	**94.483**

SITUAZIONE PATRIMONIALE - ATTIVO

(migliaia di euro)

	Voci	Consistenze a fine		Variazioni
		2003	2002	
8	**Crediti verso la Pubblica Amministrazione ..**	**18.716.265**	**18.872.448**	**–156.183**
	titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289/2002	*17.620.737*	*17.727.042*	*–106.305*
	poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi – parte titolarizzata	*1.061.836*	*1.111.714*	*–49.878*
	poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi – parte non titolarizzata	*33.692*	*33.692*	–
9	**Rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro**	**8.192.250**	**8.192.250**	**–**
9.1	partecipazione al capitale della BCE	744.750	744.750	–
9.2	crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.447.500	7.447.500	–
9.3	crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	–	–	–
9.4	altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti) ..	–	–	–
10	**Partite da regolare**	**10.975**	**7.161**	**3.814**
11	**Altre attività**	**52.180.741**	**53.377.152**	**–1.196.411**
11.1	cassa	18.375	25.744	–7.369
11.2	fondo di dotazione dell'UIC	258.228	258.228	–
11.3	investimenti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (incluse azioni)	28.433.560	28.291.710	141.850
	titoli di Stato	*22.501.646*	*23.132.701*	*–631.055*
	azioni e partecipazioni	*5.398.307*	*4.933.521*	*464.786*
	altri titoli	*326.043*	*225.488*	*100.555*
	operazioni temporanee	*207.564*	–	*207.564*
11.4	immobilizzazioni immateriali	24.294	24.340	–46
11.5	oneri pluriennali	6.379	9.684	–3.305
11.6	immobilizzazioni materiali (al netto dei fondi di ammortamento)	2.582.288	2.732.847	–150.559
11.7	ratei e risconti	697.771	679.337	18.434
11.8	diverse	20.159.846	21.355.262	–1.195.416
	anticipazioni ex DM 1974	–	*12.287.868*	*–12.287.868*
	titoli in euro immobilizzati	*10.102.123*	–	*10.102.123*
	altri investimenti a garanzia del TQP	*65.205*	*55.002*	*10.203*
	imposte differite attive	*8.075.456*	*7.090.587*	*984.869*
	altre partite	*1.917.062*	*1.921.805*	*–4.743*
	Totale	**145.525.697**	**147.338.428**	**–1.812.731**

Tav. I2

SITUAZIONE PATRIMONIALE - PASSIVO

(migliaia di euro)

Voci		Consistenze a fine		Variazioni
		2003	2002	
1	**Banconote in circolazione**	**73.807.446**	(1) **60.657.830**	**13.149.616**
2	**Passività verso istituzioni creditizie dell'Area Euro relative a operazioni di politica monetaria**	**10.303.853**	**10.454.353**	**–150.500**
2.1	conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	10.302.910	10.452.311	–149.401
2.2	depositi *overnight*	943	2.042	–1.099
2.3	depositi a tempo determinato	–	–	–
2.4	operazioni temporanee di *fine-tuning*	–	–	–
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**	**13.371.028**	**21.322.140**	**–7.951.112**
4.1	Pubblica Amministrazione	13.294.609	21.316.379	–8.021.770
	4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*13.208.117*	*20.617.850*	*–7.409.733*
	4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	*23.510*	*633.200*	*–609.690*
	4.1.3 altre passività	*62.982*	*65.329*	*–2.347*
4.2	altre controparti	76.419	5.761	70.658
5	**Passività verso non residenti nell'Area Euro**	**28.971**	**53.952**	**–24.981**
5.1	debiti verso Banche Centrali dell'UE non rientranti nell'Area Euro	1	1	–
5.2	altre passività	28.970	53.951	–24.981
6	**Passività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro**	**–**	**–**	**–**
7	**Passività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro**	**373.753**	**2.880.825**	**–2.507.072**
7.1	depositi e conti correnti	10.446	12.439	–1.993
7.2	altre passività	363.307	2.868.386	–2.505.079
8	**Assegnazioni di DSP da parte del FMI**	**827.427**	**910.521**	**–83.094**
9	**Rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro**	**7.713.041**	**7.866.469**	**–153.428**
9.1	passività per *promissory-notes* a fronte di certificati di debito della BCE	–	–	–
9.2	passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	5.687.330	5.731.537	–44.207
9.3	altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	2.025.711	2.134.932	–109.221

(1) Importi riclassificati.

SITUAZIONE PATRIMONIALE - PASSIVO

(migliaia di euro)

Voci		Consistenze a fine		Variazioni
		2003	2002	
10	**Partite da regolare**	**33.905**	**37.088**	**–3.183**
11	**Altre passività**	**2.499.260**	(1) **3.925.537**	**–1.426.277**
11.1	vaglia cambiari	646.587	839.204	–192.617
11.2	servizi di cassa	2.313	1.190	1.123
11.3	ratei e risconti	8.934	12.699	–3.765
11.4	diverse	1.841.426	(1) 3.072.444	–1.231.018
12	**Accantonamenti**	**6.015.637**	**7.516.567**	**–1.500.930**
12.1	fondi rischi specifici	399.767	1.966.367	–1.566.600
	fondo rischi su cambi	*–*	*1.537.605*	*–1.537.605*
	fondo assicurazione danni	*309.874*	*309.874*	*–*
	fondo imposte	*89.893*	*118.888*	*–28.995*
12.2	accantonamenti diversi per il personale	5.615.870	5.550.200	65.670
	accantonamenti a garanzia del TQP	*5.520.930*	*5.461.272*	*59.658*
	fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	*1.647*	*1.625*	*22*
	accantonamenti per l'indennità di fine rapporto spettante al personale a contratto	*1.591*	*1.467*	*124*
	fondo oneri per il personale	*91.702*	*85.836*	*5.866*
13	**Conti di rivalutazione**	**9.246.351**	**9.645.480**	**–399.129**
14	**Fondo rischi generali**	**7.586.782**	**8.789.382**	**–1.202.600**
15	**Capitale e riserve**	**13.665.846**	**13.213.982**	**451.864**
15.1	capitale sociale	156	156	–
15.2	riserve ordinaria e straordinaria	9.495.816	9.044.071	451.745
15.3	altre riserve	4.169.874	4.169.755	119
16	**Utile netto da ripartire**	**52.397**	**64.302**	**–11.905**
	Totale	**145.525.697**	**147.338.428**	**–1.812.731**

(1) Importi riclassificati.

Tav. I3

CONTI D'ORDINE (1)

(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2003	2002	
ATTIVO			
Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ns. vendite a termine)	8.393.466	7.087.972	1.305.494
Titoli, valute e euro da ricevere (ns. acquisti a termine)	363.426	2.870.914	–2.507.488
Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso)	3.310	1.539	1.771
Titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso)	667.201	2.449	664.752
Titoli da acquistare (in relazione alle operazioni ex DM 27.9.1974)	–	12.169.795	–12.169.795
Debitori per titoli e valori da ricevere (ns. vendite *future* in divisa)	958.828	–	958.828
Titoli e valori da ricevere (ns. acquisti *future* in divisa)	924.386	–	924.386
Depositi titoli a garanzia *future* in divisa	15.835	–	15.835
Debitori per operazioni connesse con la partecipazione al FMI	618.763	703.067	–84.304
Titoli e altri valori in deposito presso l'Istituto e presso terzi (2)	406.300.504	342.524.012	63.776.492
Debitori per garanzie prestate	371	371	–
Totale	**418.246.090**	**365.360.119**	**52.885.971**
PASSIVO			
Titoli, valute e euro da consegnare (ns. vendite a termine)	8.393.466	7.087.972	1.305.494
Creditori per titoli, valute e euro da consegnare (ns. acquisti a termine)	363.426	2.870.914	–2.507.488
Titoli, valute e euro da consegnare (ordini in corso)	3.310	1.539	1.771
Creditori per titoli, valute e euro da consegnare (ordini in corso)	667.201	2.449	664.752
Creditori per titoli da consegnare (in relazione alle operazioni ex DM 27.9.1974)	–	12.169.795	–12.169.795
Titoli e valori da consegnare (ns. vendite *future* in divisa)	958.828	–	958.828
Creditori per titoli e valori da consegnare (ns. acquisti *future* in divisa)	924.386	–	924.386
Creditori per titoli a garanzia *future* in divisa	15.835	–	15.835
Operazioni connesse con la partecipazione al FMI	618.763	703.067	–84.304
Depositi di titoli e altri valori presso l'Istituto e presso terzi (2)	406.300.504	342.524.012	63.776.492
Garanzie prestate a favore di terzi	371	371	–
Totale	**418.246.090**	**365.360.119**	**52.885.971**

(1) Compresi quelli del Fondo Pensione Complementare. – (2) Comprende il controvalore dell'oro trasferito alla BCE per la parte depositata presso la Cassa Generale.

Nell'**attivo**:

La voce *oro e crediti in oro* aumenta di 279 milioni (da 25.763 a 26.042), in seguito all'incremento del prezzo di mercato del metallo comunicato dalla BCE alla fine dell'esercizio (da 326,83 euro per oncia a fine 2002 a 330,36 a fine 2003); la quantità è rimasta invariata a 79 milioni di once, pari a 2.452 tonnellate.

La differenza positiva di valutazione, per 279 milioni, è confluita nel conto di rivalutazione cambi.

Le *attività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro*, valutate ai prezzi e ai cambi di mercato, diminuiscono di 3.252 milioni (da 27.317 a 24.065).

All'interno della voce:

– i *crediti verso FMI* passano da 4.682 a 4.212 milioni. Essi comprendono:
  a) la posizione netta dell'Italia nei confronti del Fondo, diminuita da 3.739 a 3.306 milioni;

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 rispetto al 2002, per un controvalore di 8.372 milioni di euro sulla base del cambio del DSP – e quello delle disponibilità del Fondo nel conto intestato allo stesso organismo per 5.066 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 840 a 783 milioni;
  c) i diritti speciali di prelievo della Banca, aumentati da 103 a 123 milioni.

– i *titoli (non azionari)* ammontano a 14.765 milioni (18.771 alla fine del 2002), in diminuzione di 4.006 milioni per effetto principalmente delle svalutazioni da cambio operate alla fine dell'esercizio. La consistenza di fine anno è composta da titoli denominati in dollari USA e in yen (rispettivamente per 12.643 e 2.122 milioni di euro); in prevalenza, essi risultano emessi dal Tesoro statunitense e da quello giapponese, nonché dalla BRI;

La valutazione dei titoli in esame ai prezzi di mercato di fine esercizio ha comportato svalutazioni nette da prezzo per 620 milioni imputate come segue: a) per i titoli in dollari,

per 597 milioni al conto di rivalutazione e per 14 al conto economico; b) per i titoli in yen, per 9 milioni al conto di rivalutazione e per 0,3 al conto economico.

– i *conti correnti e depositi*, denominati prevalentemente in dollari USA, franchi svizzeri e yen, aumentano di 1.399 milioni (da 3.687 a 5.086); in particolare i depositi a vista e overnight passano da 1.126 a 2.393 milioni e quelli a scadenza da 2.561 a 2.692 milioni;

Nella voce sono, inoltre, ricompresi i margini di variazione giornalieri (per 0,6 milioni) connessi a contratti future su tassi di interesse sul mercato del dollaro in essere alla fine dell'esercizio.

La valutazione delle posizioni in future in essere alla fine dell'esercizio ha comportato minusvalenze a carico del conto economico per 0,8 milioni, la cui contropartita è ricompresa tra le altre passività *dello stato patrimoniale; le plusvalenze (0,1 milioni) sono appostate tra le* altre attività *patrimoniali in contropartita dello specifico conto di rivalutazione.*

Le cennate operazioni in future sono state attivate dalla Banca negli ultimi mesi del 2003.

Il valore nozionale dei contratti future viene riportato nei conti d'ordine.

– le *operazioni temporanee*, che ammontavano a 175 milioni di euro alla fine del 2002, risultano azzerate;

– le *altre attività*, costituite esclusivamente da biglietti esteri, restano stabili (2 milioni).

Sulla base dei criteri di valutazione adottati le minusvalenze eccedenti le pregresse rivalutazioni sono portate a conto economico; per il dollaro USA e lo yen, le pregresse rivalutazioni erano state già completamente assorbite alla fine del 2002.

Ai cambi di fine anno le svalutazioni nette delle attività in valuta estera verso non residenti, pari a 3.646 milioni di euro, sono state imputate ai conti di rivalutazione per 127 milioni (126 con riferimento ai DSP e 1 milione ai franchi svizzeri) e al conto economico per 3.519 (con riferimento per 3.091 milioni ai dollari USA, per 218 agli yen, per 165 ai DSP e per 45 ai franchi svizzeri).

Le *attività in valuta estera verso residenti nell'Area Euro*, valutate ai prezzi e ai cambi di mercato, aumentano di 1.151 milioni (da 5.298 a 6.449). In particolare:

– i *titoli (non azionari*) diminuiscono di 276 milioni (da 2.125 a 1.849), principalmente per effetto delle svalutazioni da cambio operate a fine esercizio; essi sono denominati in dollari USA e risultano emessi da controparti finanziarie residenti principalmente in Francia, Germania e Paesi Bassi;

Le valutazioni ai prezzi di mercato di fine esercizio dei titoli in esame hanno determinato plusvalenze nette imputate ai conti di rivalutazione per 1 milione; le svalutazioni imputate al conto economico sono risultate pari a 0,4 milioni.

– le *altre attività* aumentano di 1.427 milioni (da 3.173 a 4.600) e sono costituite da depositi presso corrispondenti, per la massima parte vincolati a scadenza, in dollari USA, yen e franchi svizzeri.

La valutazione ai cambi di fine anno delle attività in valuta estera verso residenti ha determinato svalutazioni delle posizioni in dollari USA per 1.228 milioni interamente imputate al conto economico e svalutazioni, per importi trascurabili, delle altre posizioni (in yen e franchi svizzeri).

Il *rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'Area Euro relativo a operazioni di politica monetaria* aumenta di 1.264 milioni (da 6.933 a 8.197), essenzialmente per la variazione delle *operazioni di rifinanziamento principali* (da 6.933 a 8.191 milioni); queste ultime risultano pressoché stabili nella consistenza media annua (da 7.913 a 7.957 milioni).

Le *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine*, che non presentano saldo alla fine di entrambi gli anni, crescono nella consistenza media annua (da 44 a 52 milioni).

Le *operazioni temporanee di fine-tuning* non sono state effettuate nel corso dell'anno (nel 2002, pur risultando azzerate a fine anno, erano state attivate tre volte).

Le *operazioni di rifinanziamento marginale* risultano pari a 6 milioni, rispetto a un saldo nullo alla fine del 2002; la consistenza media annua è pari a 4 milioni (6 nello scorso anno).

Nel 2003, come nell'esercizio precedente, non si è fatto ricorso a *operazioni temporanee di tipo strutturale*; i *crediti connessi a richieste di margini*, che non presentano saldo (0,1 milioni alla fine del 2002), registrano una consistenza media annua di 0,1 milioni (0,2 nel 2002).

Il 23 gennaio 2003 il Consiglio direttivo della BCE ha deliberato alcune modifiche all'assetto operativo dell'Eurosistema per l'attuazione della politica monetaria, finalizzate ad accrescerne l'efficienza. Tali misure riguardano, tra l'altro, la durata delle operazioni di rifinanziamento principali che, dall'8 marzo 2004, è stata ridotta da due a una settimana.

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, diminuendo da 0,4 a 0,2 milioni.

Il portafoglio dei *titoli emessi da residenti nell'Area Euro (non azionari*), valutato ai prezzi di mercato e costituito da titoli dello Stato italiano in euro non immobilizzati diversi da quelli ad investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi si incrementa di 94 milioni (da 1.578 a 1.672) per effetto di acquisti netti di titoli.

Il portafoglio comprende BTP per 988 milioni e CCT per 684 milioni.

Le valutazioni ai prezzi di mercato dei titoli in esame hanno determinato svalutazioni nette imputate, per 33 milioni, ai conti di rivalutazione e, per un importo irrilevante, al conto economico.

I *crediti verso la Pubblica Amministrazione* si riducono di 156 milioni (da 18.872 a 18.716). In particolare:

– i titoli ricevuti dal concambio in base alla legge 289/2002 si riducono di 106 milioni (da 17.727 a 17.621) per effetto della maturazione annua dei relativi premi e sconti;
– la posizione complessiva relativa alle cessate gestioni degli ammassi obbligatori si riduce di 50 milioni (da 1.145 a 1.095).

La variazione deriva dalla diminuzione (da 1.112 a 1.062 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.

La *partecipazione al capitale della BCE* per 745 milioni e i *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE* sotto forma di oro, titoli esteri e valute effettuato all'avvio della terza fase della UEM per 7.447 milioni sono esposti, invariati, alla voce *rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro.*

Al 31 dicembre 2003 la quota di partecipazione al capitale della BCE di pertinenza dell'Istituto – sulla base del conferimento a suo tempo effettuato – è pari al 14,8950 per cento, considerando tutti i paesi appartenenti al SEBC; se si considerano solo i paesi aderenti all'Eurosistema, essa si ragguaglia al 18,3902 per cento.

L'articolo 29.3 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 il 1° gennaio 2004.

Il 1° maggio 2004 è stato operato un secondo adeguamento, 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 riduce, dal 1° gennaio 2004, al 14,5726 per cento e, dal 1° maggio 2004, al 13,0516 per cento. Conseguentemente, dalle stesse date, la partecipazione al capitale della BCE *diminuisce rispettivamente a 729 e a 726 milioni.*

Le revisioni delle quote di partecipazione per le BCN dell'area dell'euro hanno altresì comportato la diminuzione per l'Istituto dei crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE *(a 7.286 milioni dal 1° gennaio 2004 e a 7.263 dal 1° maggio 2004).*

Le *partite da regolare* si incrementano di 4 milioni (da 7 a 11).

Le *altre attività* diminuiscono da 53.377 a 52.181 milioni. In particolare:

– la *cassa*, che include le monete in lire e in euro, si riduce da 26 a 18 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 Banca, compiti attuativi della gestione delle riserve ufficiali in valuta estera. La stessa norma stabilisce che il bilancio dell'UIC venga allegato a quello dell'Istituto.

Sulla base del bilancio dell'esercizio 2003, il patrimonio netto dell'Ufficio, escludendo l'utile di esercizio, è pari a 2.454 milioni.

Nel mese di aprile 2004 l'UIC ha versato alla Banca – conformemente all'art. 4, comma 3, del D.lgs. 319/1998 – l'utile netto di 23 milioni.

– gli *investimenti a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (incluse azioni)*, pressoché stabili rispetto al precedente esercizio, ammontano a 28.434 milioni (28.292 nel 2002);

Nella sottovoce in esame sono ricomprese, per un controvalore di 1 milione di euro, le azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI) che, dal 1° aprile 2003, ha convertito il proprio capitale in DSP. Conseguentemente, le azioni della specie (n. 49.114) nel portafoglio dell'Istituto sono state ridenominate in DSP e convertite sulla base del cambio del DSP del predetto giorno.

La valutazione ai prezzi di mercato dei titoli non immobilizzati ha comportato plusvalenze nette imputate ai conti di rivalutazione per 62 milioni e svalutazioni affluite al conto economico per 42 milioni. La valutazione delle azioni ricomprese nel comparto immobilizzato ha determinato svalutazioni di importo irrilevante imputate al conto economico.

La composizione e i movimenti dei titoli di proprietà nei comparti immobilizzato e non immobilizzato sono riportati nella tavola I4.

Le quote di partecipazione nelle società controllate e collegate sono riepilogate nella tavola I5.

– le *immobilizzazioni immateriali (*al netto degli ammortamenti) restano stabili a 24 milioni (tav. I6);
– gli *oneri pluriennali* diminuiscono da 10 a 6 milioni per effetto, principalmente, del decremento dei canoni pluriennali per software in licenza d'uso (tav. I6);
– le *immobilizzazioni materiali (al netto dei fondi di ammortamento*) ammontano a 2.582 milioni, con un decremento di 151 milioni rispetto all'esercizio precedente, quale risultante netta di acquisti e spese incrementative per 34 milioni, di cessioni per 20 milioni e ammortamenti dell'esercizio per 165 milioni. Il dettaglio delle movimentazioni delle diverse componenti della sottovoce in esame è riportato nella tavola I7;

Il valore degli immobili della Banca, determinato sulla base di aggiornamenti dei valori individuati in occasione della rivalutazione effettuata nel 2000, è di 3.573 milioni di euro per gli immobili a fini istituzionali e di 1.019 milioni per gli immobili a investimento 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.

Gli immobili oggetto della rivalutazione facoltativa eseguita il 31 dicembre 1990 ai sensi della legge 29 dicembre 1990, n. 408, 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.

TITOLI IMMOBILIZZATI

(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2002	Consistenze a fine 2003
TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI	**23.243.734**	**22.767.423**
Titoli obbligazionari		
in euro		
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	22.955.600	22.381.277
altri	164.040	262.057
Azioni e partecipazioni		
in euro		
di società ed enti controllati	107.949	107.949
di società ed enti collegati	–	–
di altre società ed enti	16.145	15.129
in valuta	–	1.011
TITOLI DI STATO EX LEGE 289/2002	**17.727.042**	**17.620.737**
TITOLI CARTA AMMASSI	**1.111.714**	**1.061.836**
ALTRI TITOLI	**–**	**10.102.123**
Titoli obbligazionari		
in euro		
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	–	10.102.123
Totale	**42.082.490**	**51.552.119**

Voci	VARIAZIONI						
	Acquisti	Vendite e rimborsi	Rilevazione premium-di-scount (+/-)	Svalutazioni imputate a conto economico	Utili/perdite da negoziazione (+/-)	Trasferimenti	Altri movimenti
TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI	**8.644.853**	**–9.087.837**	**–33.322**	**–5**	**–**	**–**	**–**
Titoli obbligazionari							
in euro							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	8.535.780	–9.076.763	–33.340	–	–	–	–
altri	109.073	–11.074	18	–	–	–	–
Azioni e partecipazioni							
in euro							
di società ed enti controllati	–	–	–	–	–	–	–
di società ed enti collegati	–	–	–	–	–	–	–
di altre società ed enti	–	–	–	–5	–	–	(1) –1.011
in valuta	–	–	–	–	–	–	(1) 1.011
TITOLI DI STATO EX LEGE 289/2002	**–**	**–**	**–106.305**	**–**	**–**	**–**	**–**
TITOLI CARTA AMMASSI	**–**	**–49.878**	**–**	**–**	**–**	**–**	**–**
ALTRI TITOLI	**10.102.581**	**–**	**–458**	**–**	**–**	**–**	**–**
Titoli obbligazionari							
in euro							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	10.102.581	–	–458	–	–	–	–
Totale	**18.747.434**	**–9.137.715**	**–140.085**	**–5**	**–**	**–**	**–**

(1) Trattasi della conversione in DSP delle azioni BRI.

Segue: Tav. I4

TITOLI NON IMMOBILIZZATI

(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2002	Consistenze a fine 2003
TITOLI IN EURO EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO	**1.577.708**	**1.672.191**
Titoli obbligazionari		
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	1.577.708	1.672.191
altri	–	–
TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI	**5.047.976**	**5.458.573**
Titoli obbligazionari		
in euro		
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	177.101	120.369
altri	61.448	63.986
Azioni e partecipazioni		
in euro		
di società ed enti controllati	7.530	8.845
di società ed enti collegati	–	–
di altre società ed enti	4.801.897	5.265.373
TITOLI IN DIVISA ESTERA	**20.896.127**	**16.613.729**
Titoli obbligazionari	20.896.127	16.613.729
Totale	**27.521.811**	**23.744.493**

Voci	Variazioni						
	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	**676.412**	**–563.195**	**–10.322**	**–33.104**	**–49**	**24.741**	**–**
Titoli obbligazionari							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	676.412	–563.195	–10.322	–33.104	–49	24.741	–
altri	–	–	–	–	–	–	–
TITOLI A FRONTE DI RISERVE, ACCANTONAMENTI E FONDI	**3.480.509**	**–3.430.922**	**–930**	**61.600**	**–42.386**	**342.726**	**–**
Titoli obbligazionari							
in euro							
titoli di Stato o garantiti dallo Stato	2.838.405	–2.894.423	–313	–376	–25	–	–
altri	–	–	–617	3.155	–	–	–
Azioni e partecipazioni							
in euro							
di società ed enti controllati	–	–	–	1.315	–	–	–
di società ed enti collegati	–	–	–	–	–	–	–
di altre società ed enti	642.104	–536.499	–	57.506	–42.361	342.726	–
TITOLI IN DIVISA ESTERA	**62.276.241**	**–62.780.306**	**–123.188**	**–605.230**	**–2.955.410**	**410.676**	**–505.181**
Titoli obbligazionari	62.276.241	–62.780.306	–123.188	–605.230	–2.955.410	410.676	–505.181
Totale	**66.433.162**	**–66.774.423**	**–134.440**	**–576.734**	**–2.997.845**	**778.143**	**–505.181**

(1) Comprende l'adeguamento del controvalore dei titoli al costo medio di carico della divisa estera e differenze di cambio sui premium-discount capitalizzati.

Tav. I5

PARTECIPAZIONI IN SOCIETA' CONTROLLATE E COLLEGATE (1)

Società	Azioni possedute a fine 2003	Quota di partecipazione al capitale %	Valore a fine 2003		Dividendi distribuiti dalla partecipata per il 2002	Patrimonio netto della partecipata a fine 2002	Utile/ (perdita) della partecipata a fine 2002
			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	1.901	132.305	2.112
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	11.194	619	29.664	683

(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 il totale delle azioni costituenti il capitale sociale al 31.12.2003. Il patrimonio netto non comprende l'utile dell'esercizio distribuito agli azionisti.

Tav. I6

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI E ONERI PLURIENNALI

(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2002	Variazioni					Consistenze a fine 2003
		Incrementi		Trasferimenti (+/-)	Decrementi (1)	Ammortamenti	
		Acquisti	Capitalizzazioni				
Immobilizzazioni immateriali	**24.340**	**6.493**	**10.125**	**–9**	**12**	**16.643**	**24.294**
Procedure, studi e progettazioni in uso	16.623	–	–	16.476	–	16.643	16.456
Immobilizzazioni immateriali in corso e acconti	7.717	6.493	10.125	(2) –16.485	12	–	7.838
Oneri pluriennali	**9.684**	**4.886**	**496**	**–**	**–**	**8.687**	**6.379**
Canoni pluriennali per software in licenza d'uso	8.656	4.886	–	–	–	7.630	5.912
Altri	1.028	–	496	–	–	1.057	467

(1) Comprensivi di rettifiche per note di credito. – (2) Comprende circa 9 mila euro imputati al conto economico.

Riguardo alla rivalutazione effettuata il 31 dicembre 2000 ai sensi della legge 21 novembre 2000, n. 342, 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.

Tav. I7

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

(migliaia di euro)

Voci	2002			2003		
	Costo	Fondo ammortamento	Consistenze	Costo	Fondo ammortamento	Consistenze
Immobili a fini istituzionali	3.088.445	1.061.143	2.027.302	3.093.607	1.172.625	1.920.982
di cui: *rivalutazioni*	*2.123.077*			*2.119.914*		
Immobili per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP	468.215	45.903	422.312	445.426	47.991	397.435
di cui: *rivalutazioni*	*330.898*			*310.842*		
Mobili	142.896	99.493	43.403	143.045	102.355	40.690
Impianti	463.277	243.030	220.247	457.045	266.322	190.723
Monete e collezioni	1.673	–	1.673	1.775	–	1.775
Immobilizzazioni in corso e acconti	17.910	–	17.910	30.683	–	30.683
Acquisto componenti hardware	..	–	..	–	–	–
Totale ...	**4.182.416**	**1.449.569**	**2.732.847**	**4.171.581**	**1.589.293**	**2.582.288**

Voci	VARIAZIONI					
	Acquisti e spese incrementative	Trasferimenti (+/-)		Decrementi (1)		Ammortamenti
		Costo	Fondo ammort.	Costo	Fondo ammort.	
Immobili a fini istituzionali	3.398	5.952	–	4.188	3.305	114.787
di cui: *rivalutazioni*		–		*3.163*		
Immobili per investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP	–	–	–	22.789	4.669	6.757
di cui: *rivalutazioni*		–		*20.056*		
Mobili	4.635	283	74	4.769	4.678	7.466
Impianti	6.735	704	–74	13.671	12.792	36.158
Monete e collezioni	102	–	–	–	–	–
Immobilizzazioni in corso e acconti	19.782	–6.939	–	70	–	–
Acquisto componenti hardware	..	..	–	–	–	–
Totale ...	**34.652**	**–**	**–**	**45.487**	**25.444**	**165.168**

(1) Comprensivi di rettifiche.

– i *ratei e risconti* aumentano di 19 milioni (da 679 a 698 milioni, tav. I8);
– le attività *diverse* diminuiscono da 21.355 a 20.160 milioni.

Tav. I8

RATEI E RISCONTI
(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine		Variazioni
	2003	2002	
ATTIVO			
Ratei	693.601	674.225	19.376
su interessi da titoli obbligazionari in euro	*584.951*	*494.512*	*90.439*
su interessi da operazioni di rifinanziamento	*3.513*	*1.759*	*1.754*
su interessi da titoli in divisa	*86.488*	*153.129*	*–66.641*
su interessi da attività diverse in divisa	*18.605*	*24.441*	*–5.836*
altri	*44*	*384*	*–340*
Risconti	4.170	5.112	–942
su spese di amministrazione	*4.170*	*5.112*	*–942*
Totale	**697.771**	**679.337**	**18.434**
PASSIVO			
Ratei	8.834	12.619	–3.785
su interessi relativi a depositi di riserva in conto corrente	*4.379*	*6.376*	*–1.997*
su interessi su passività diverse in divisa	*2.713*	*4.771*	*–2.058*
altri	*1.742*	*1.472*	*270*
Risconti	100	80	20
su fitti attivi	*90*	*73*	*17*
altri	*10*	*7*	*3*
Totale	**8.934**	**12.699**	**–3.765**

La sottovoce include tra l'altro:

a) i titoli in euro immobilizzati per 10.102 milioni, che comprendono quelli riaffluiti nel portafoglio all'atto della definitiva estinzione delle anticipazioni ex DM 27.9.1974 concesse al Banco di Napoli (poi incorporato nel San Paolo IMI spa) ai sensi della legge 19 novembre 1996, n. 588 (pari a 12.288 milioni alla fine del 2002);

b) per 8.075 milioni (7.091 nel 2002) imposte differite attive, di cui 1 milione riferibile all'IRAP e 8.074 milioni all'Irpeg netta. 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. Rispetto all'importo iscritto alla fine del 2002, si registra una variazione incrementativa di 3 milioni in relazione al calcolo definitivo effettuato in sede di dichiarazione Irpeg presentata nel 2003;

– imposte differite attive per 973 milioni, rivenienti dalla perdita fiscale registrata nell'esercizio 2003, scomputabile, in base all'articolo 84 del D.lgs. 12 dicembre 2003, n. 344 (nuovo TUIR), dai redditi imponibili dei prossimi cinque periodi di imposta;

– imposte differite attive per 32 milioni, derivanti da altre componenti economiche quali, in particolare, le assegnazioni al fondo oneri per il personale (23 milioni) e gli ammortamenti di pregressi esercizi 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 dalla eccezionale diminuzione del valore corrente delle posizioni in valuta estera registrata nel 2003. Al riguardo risultano confermati i presupposti – già considerati nello scorso esercizio – per un duraturo rafforzamento della redditività della Banca nelle sue fonti ordinarie, che si è già manifestato nel 2003 anche se non ha trovato riscontro nelle risultanze complessive del bilancio a motivo della eccezionale minusvalenza su cambi.

– imposte differite passive per 50 milioni riconducibili, in particolare, a utili da realizzo su immobilizzazioni (5 milioni) e ad ammortamenti anticipati ex art. 67, 3° comma, TUIR (45 milioni).

Le imposte differite attive e passive sono state calcolate sulla base dell'aliquota dell'imposta sul reddito delle società (IRES) pari al 33 per cento, in vigore dal 1° gennaio 2004, nonché delle aliquote IRAP attualmente previste per il 2004 e per gli anni successivi.

c) per 44 milioni il totale di bilancio del fondo pensione complementare, che trova contropartita nella sottovoce *diverse* delle *altre passività* (in crescita di 10 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 pensione complementare, il rendiconto annuale del fondo stesso 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* si attestano a 73.807 milioni (60.658 alla fine del 2002, considerando la sola circolazione in euro). 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*).

Nell'esercizio 2002 la voce in esame comprendeva, per un importo di 2.178 milioni, le banconote in lire non ancora presentate per il cambio che, dal 1° gennaio 2003, conformemente alle norme contabili del SEBC, sono ricomprese tra le altre passività*. Le relative voci di stato patrimoniale dell'esercizio 2002 sono state conseguentemente riclassificate.*

L'aggregato della circolazione effettiva, escludendo gli aggiustamenti relativi alla sua ripartizione all'interno dell'Eurosistema, aumenta di 13.106 milioni (da 66.389 a 79.495), in coerenza con l'andamento crescente registrato nell'ambito dell'area dell'euro.

Le *passività verso istituzioni creditizie dell'Area Euro relative a operazioni di politica monetaria* ammontano a 10.304 milioni (10.454 alla fine del 2002) e comprendono:

– i *conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)*, quasi esclusivamente costituiti da depositi delle banche per riserva obbligatoria (ROB), che diminuiscono da 10.452 a 10.303 milioni (la consistenza media è invece cresciuta da 13.562 a 14.195 milioni);

Per effetto delle modifiche all'assetto operativo della politica monetaria decise dal Consiglio direttivo, dal marzo 2004 l'inizio di ciascun periodo di mantenimento della riserva obbligatoria è ridefinito in modo da coincidere con la data di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui si effettua la valutazione mensile dell'orientamento della politica monetaria. La durata del periodo di mantenimento diviene quindi variabile.

– i *depositi overnight,* che passano da 2 a 1 milione;

– 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 2002.

Le *passività verso altri residenti nell'Area Euro* diminuiscono di 7.951 milioni (da 21.322 a 13.371). All'interno della sottovoce relativa alla *Pubblica Amministrazione* (13.295 milioni):

– le *disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria* passano da 20.618 a 13.208 milioni; la consistenza media annua risulta invece in crescita (da 26.918 a 28.400);
– il *fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato* diminuisce da 633 a 24 milioni; in aumento la consistenza media annua (da 231 a 665);
– le *altre passività*, costituite da depositi in conto corrente di altre amministrazioni pubbliche, diminuiscono da 65 a 63 milioni.

La sottovoce relativa alle *altre controparti* si incrementa da 6 a 76 milioni, in relazione pressoché esclusivamente all'andamento del conto corrente dell'UIC (il saldo medio annuo del conto è invece diminuito da 52 a 32 milioni).

La convenzione stipulata con l'UIC in materia di remunerazione del conto corrente prevede che venga applicato il tasso stabilito nell'ambito dell'Eurosistema per i depositi overnight costituiti presso le BCN su iniziativa delle controparti.

Tra i movimenti del conto corrente del 2003 si segnalano: a) recuperi di spese dall'UIC, disciplinati da apposite convenzioni, per complessivi 8 milioni; b) utili dell'UIC di pertinenza della Banca per 102 milioni; c) interessi relativi alla posizione creditoria dell'UIC sul conto corrente per 0,4 milioni.

Le *passività verso non residenti nell'Area Euro* passano da 54 a 29 milioni e si riferiscono quasi esclusivamente ai conti intestati a banche centrali e a organismi internazionali, ricompresi nelle *altre passività*.

Le *passività in valuta estera verso non residenti nell'Area Euro*, denominate esclusivamente in dollari USA e valutate ai cambi di mercato, passano da 2.881 a 374 milioni; in particolare, le *altre passività* costituite da operazioni pronti contro termine diminuiscono da 2.868 a 363 milioni; i *depositi e conti correnti*, che includono, tra l'altro, i margini di variazione giornalieri connessi a contratti future (per 0,1 milioni), si attestano a 11 milioni (13 alla fine del 2002).

La valutazione ai cambi di fine anno ha determinato una riduzione del controvalore per complessivi 71 milioni.

Le *assegnazioni di DSP da parte del FMI* presentano una diminuzione da 911 a 827 milioni, da ricondurre all'adeguamento al cambio del DSP.

La valutazione di fine anno ha determinato una flessione dell'aggregato per 83 milioni.

La voce *rapporti con la BCE e con le altre Banche Centrali dell'Area Euro* si attesta a 7.713 milioni (7.867 alla fine del 2002) e include:

– la sottovoce *passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema*, che accoglie il saldo complessivo netto passivo (pari a 5.687 milioni, rispetto ai 5.732 di fine 2002) nei confronti dell'Eurosistema relativo alle correzioni apportate all'aggregato delle banconote in euro in circolazione;

– le *altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)* (per 2.026 milioni), che rappresentano la posizione netta debitoria dell'Istituto nei confronti dell'Eurosistema connessa con il sistema TARGET (2.135 milioni alla fine del 2002).

Le *partite da regolare* ammontano a 34 milioni (37 nell'esercizio precedente).

Le *altre passività* ammontano a 2.499 milioni e comprendono dal 1° gennaio 2003 le banconote in lire tuttora in circolazione (cfr. la voce *banconote in circolazione*). All'interno della voce decrescono per 1.231 milioni le passività *diverse,* per 193 milioni i *vaglia cambiari* e per 4 milioni i *ratei e risconti* (tav. I8); passano da 1 a 2 milioni i *servizi di cassa*.

In particolare, la sottovoce *diverse* (1.841 milioni) comprende, tra l'altro:

– per 1.337 milioni l'importo delle banconote in lire non ancora presentate per la conversione, al netto della somma (593 milioni) che la Banca d'Italia ha riconosciuto 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 del 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.

– il totale di bilancio, per 44 milioni, 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* passano da 7.517 a 6.016 milioni. All'interno della voce:

– i *fondi rischi specifici* registrano un decremento da 1.966 a 399 milioni, da ascrivere:

  a) all'integrale utilizzo del fondo rischi su cambi (per 1.538 milioni) a parziale copertura delle minusvalenze registrate sulle attività in valuta estera a causa del deprezzamento del dollaro USA e dello yen nei confronti dell'euro;

  b) alla riduzione per 29 milioni del fondo imposte, per effetto del pagamento delle imposte e, per una minima parte, della diminuzione delle passività per imposte differite relative all'IRAP.

La consistenza dell'IRAP differita passiva (7 milioni) compresa nel fondo imposte è riferibile, pressoché interamente, agli ammortamenti anticipati ex art. 67, comma 3 TUIR.

Resta invariato il fondo assicurazione danni, pari a 310 milioni;

– gli *accantonamenti diversi per il personale* crescono da 5.550 a 5.616 milioni. In particolare, gli accantonamenti a garanzia del TQP aumentano da 5.461 a 5.521 milioni: l'incremento è riferibile per 31 milioni alle indennità di fine rapporto e per 29 milioni al trattamento pensionistico. Il fondo oneri per il personale passa da 86 a 92 milioni 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 l'indennità di fine rapporto spettante al personale a contratto restano, complessivamente, sui 3 milioni.

Il dettaglio degli accantonamenti e i relativi movimenti dell'anno sono riportati nella tavola I9.

I *conti di rivalutazione* si riducono da 9.645 a 9.246 milioni.

Essi sono costituiti da:

a) i conti (pre-system) costituiti all'atto della valutazione dei cespiti ai prezzi e ai cambi di mercato del 1° gennaio 1999, nei quali sono confluiti i fondi di rivalutazione preesistenti all'avvio della terza fase della UEM. Essi si riducono da 21 a 11 milioni in relazione agli utilizzi a fronte di cessioni e svalutazioni di titoli e valute;

b) i conti cui affluiscono, dalla terza fase della UEM, gli effetti dell'adeguamento ai cambi e ai prezzi correnti delle poste valutate al mercato, che diminuiscono complessivamente di 389 milioni (da 9.624 a 9.235). L'adeguamento ai corsi dei titoli ha determinato svalutazioni nette imputate ai conti di rivalutazione per 576 milioni, riferite per 596 ai titoli in dollari e per 9 a quelli in yen, in parte compensate dalle rivalutazioni per 29 milioni su titoli e posizioni in euro (plusvalenze per 62 milioni su quelli per investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi e minusvalenze per 33 milioni sugli altri titoli). L'adeguamento ai cambi correnti ha invece comportato rivalutazioni nette per 188 milioni; in particolare si sono avute rivalutazioni dell'oro (per 279 milioni) in parte compensate dalle svalutazioni sui DSP (90 milioni) e sui franchi svizzeri (1 milione).

Tav. I9

ACCANTONAMENTI
(migliaia di euro)

Denominazione dei fondi	Consistenze a fine 2002	Variazioni			Consistenze a fine 2003
		Utilizzi	Assegnazioni	Altre	
Fondi rischi specifici	**1.966.367**	**–1.566.127**	**–**	**–473**	**399.767**
fondo rischi su cambi	1.537.605	–1.537.605	–	–	–
fondo assicurazione danni	309.874	–	–	–	309.874
fondo imposte	118.888	–28.522	–	(1) –473	89.893
Accantonamenti diversi per il personale	**5.550.200**	**–64.673**	**130.343**	**–**	**5.615.870**
accantonamenti a garanzia del TQP	5.461.272	(2) –19	59.677	–	5.520.930
fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	1.625	–48	70	–	1.647
accantonamenti per l'indennità di fine rapporto spettante al personale a contratto (ex lege 29.5.1982, n. 297)	1.467	–127	251	–	1.591
fondo oneri per il personale ..	85.836	–64.479	70.345	–	91.702
Totale ...	**7.516.567**	**–1.630.800**	**130.343**	**–473**	**6.015.637**

(1) Trattasi della flessione delle imposte differite passive. – (2) Trasferimento al fondo pensione complementare.

Il dettaglio dei conti di rivalutazione e i relativi movimenti sono riepilogati nella tavola I10.

Il *fondo rischi generali* si riduce da 8.789 a 7.587 milioni in seguito all'utilizzo deliberato dal Consiglio Superiore per 1.202 milioni a parziale copertura delle minusvalenze registrate sulle attività in valuta estera.

La voce *capitale e riserve* ammonta complessivamente a 13.666 milioni e comprende la *riserva ordinaria* e quella *straordinaria* (pari rispettiva-

mente a 4.800 e 4.696 milioni), che si incrementano complessivamente per 452 milioni, e le *altre riserve*, rimaste pressoché invariate.

Tav. I10

CONTI DI RIVALUTAZIONE
(migliaia di euro)

Denominazione	Consistenze a fine 2002	Variazioni			Consistenze a fine 2003
		Utilizzi conti pre-system		Rivalutazioni nette dell'anno	
		Svalutazioni	Cessioni		
RIVALUTAZIONI INIZIALI DEL 1° GENNAIO 1999 (PRE-SYSTEM)	**21.573**	**2.267**	**8.283**	**–**	**11.023**
rivalutazione da variazione di cambio	2.323	2.267	23	–	33
rivalutazione da variazione di prezzo titoli nazionali	19.250	**–**	8.260	–	10.990
RIVALUTAZIONI DI CAMBIO DELLA FASE III	**6.433.759**			**187.548**	**6.621.307**
di cui: *oro*	*6.342.723*			*278.581*	*6.621.304*
RIVALUTAZIONI DI PREZZO DELLA FASE III	**3.190.148**			**–576.127**	**2.614.021**
su titoli (diversi da quelli ad investimento delle riserve, dei fondi e degli accantonamenti) in euro e in valuta	724.077			–637.874	86.203
su posizioni *future*	–			147	147
su titoli in euro a investimento delle riserve, dei fondi e degli accantonamenti:					
a investimento riserva ordinaria ...	329.720			21.932	351.652
a investimento riserva straordinaria	550.253			85.584	635.837
a investimento accantonamenti TQP	1.586.061			–45.879	1.540.182
a investimento altre riserve	37			–37	–
Totale ...	**9.645.480**	**2.267**	**8.283**	**–388.579**	**9.246.351**

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca è indicata nella tavola I11. La composizione e i movimenti relativi alla voce *capitale e riserve* sono riportati nella tavola I12.

2.2. *Conto economico.* – L'utile netto è risultato pari a 52 milioni (tav. I13), in diminuzione rispetto ai 64 milioni del 2002.

Tra le *rendite nette relative ad operazioni istituzionali*, gli *interessi attivi netti* aumentano di 672 milioni, passando da un risultato negativo di 61 milioni nel 2002 a uno positivo di 611 milioni, sia per l'incremento degli *interessi attivi* sia per la riduzione di quelli *passivi*.

Tav. 111

QUOTE DI PARTECIPAZIONE AL CAPITALE

Detentori	A fine 2003				A fine 2002			
	Enti	Quote (1)	%	Voti	Enti	Quote (1)	%	Voti
Con diritto di voto	70	299.934	100,0	684	71	299.934	100,0	692
Società per azioni esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.Lgs. 20.11.1990, n. 356	*63*	*253.434*	*84,5*	*563*	*64*	*253.434*	*84,5*	*571*
Istituti di previdenza	*1*	*15.000*	*5,0*	*34*	*1*	*15.000*	*5,0*	*34*
Istituti di assicurazione	*6*	*31.500*	*10,5*	*87*	*6*	*31.500*	*10,5*	*87*
Senza diritto di voto	6	66	..	–	6	66	..	–
Totale ...	**76**	**300.000**	**100,0**	**684**	**77**	**300.000**	**100,0**	**692**

(1) Il valore nominale della singola quota è di euro 0,52

Tav. I12

CAPITALE SOCIALE E RISERVE

(migliaia di euro)

Voci	Consistenze a fine 2002	Incrementi	Decrementi	Consistenze a fine 2003
Capitale sociale	156	–	–	156
Riserva ordinaria	4.575.657	(1) 245.984	(2) 21.865	4.799.776
Riserva straordinaria	4.468.414	(1) 248.706	(2) 21.080	4.696.040
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 ...	205	119	–	324
Fondo speciale per rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	–	–	1.805.044
Totale ...	**13.213.982**	**494.809**	**42.945**	**13.665.846**

(1) La variazione è dovuta all'assegnazione degli utili dell'esercizio 2002 e al rendimento dell'impiego della riserva conseguito nel 2003. - (2) La variazione è dovuta alla distribuzione ai Partecipanti corrispondente a quota parte del rendimento dell'impiego della riserva stessa conseguito nel 2002 (art. 56 dello Statuto).

Tav. I13

PROSPETTO ANALITICO DELLE VOCI DI CONTO ECONOMICO

(importi in unità di euro)

Voci	2003		2002		Variazioni	
A) RENDITE NETTE RELATIVE AD OPERAZIONI ISTITUZIONALI		**–574.885.536**		**–6.373.433.456**		**5.798.547.920**
Interessi attivi		2.088.545.167		1.885.967.592		202.577.575
su titoli e altre attività in valuta	*630.291.710*		*785.272.233*		*–154.980.523*	
su posizione FMI	*70.900.963*		*95.413.480*		*–24.512.517*	
su operazioni di rifinanziamento	*188.488.717*		*267.009.309*		*–78.520.592*	
su titoli in euro	*65.762.854*		*85.537.896*		*–19.775.042*	
su crediti verso lo Stato	*928.114.565*		*396.532.924*		*531.581.641*	
su saldi intra SEBC	*325.215.993*		*328.042.511*		*–2.826.518*	
su operazioni di anticipazione ex DM 1974	*119.983.117*		*139.838.232*		*–19.855.115*	
su conto corrente UIC	*59.516*		*45.807*		*13.709*	
premi e sconti su titoli obbligazionari	*–240.272.804*		*–211.725.634*		*–28.547.170*	
altri	*536*		*834*		*–298*	
Interessi passivi		–1.476.836.951		–1.946.502.469		469.665.518
su disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*–1.021.368.793*		*–1.212.418.822*		*191.050.029*	
su fondo per l'ammortamento titoli di Stato	*–17.783.405*		*–8.169.406*		*–9.613.999*	
su depositi di riserva in conto corrente	*–331.742.500*		*–448.259.584*		*116.517.084*	
su depositi overnight, a tempo determinato e per richiesta margini	*–95.017*		*–246.373*		*151.356*	
su conto corrente UIC	*–390.719*		*–1.214.138*		*823.419*	
su saldi intra SEBC	*–73.495.211*		*–203.104.442*		*129.609.231*	
interessi diversi in valuta	*–31.254.692*		*–38.539.392*		*7.284.700*	
altri	*–706.614*		*–34.550.312*		*33.843.698*	
Interessi attivi netti		**611.708.216**		**–60.534.877**		**672.243.093**
Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie		477.167.233		–20.630.574.618		21.107.741.851
utili/perdite da negoziazione in titoli	*435.417.524*		*–21.347.974.515*		*21.783.392.039*	
utili/perdite da negoziazione in cambi	*–71.773.381*		*288.003.004*		*–359.776.385*	
utili/perdite su contratti derivati in divisa estera	*449.884*		*–*		*449.884*	
utili/perdite su operazioni forward in titoli ex DM 1974	*113.073.206*		*429.396.893*		*–316.323.687*	
Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie		–4.645.447.695		–1.206.920.529		–3.438.527.166
titoli esteri	*–15.173.420*		*–224.197*		*–14.949.223*	
divise estere	*–4.629.388.356*		*–821.756.571*		*–3.807.631.785*	
titoli in euro	*–48.646*		*–21.787*		*–26.859*	
su contratti derivati in divisa estera	*–837.273*		*–*		*–837.273*	
su operazioni forward in titoli ex DM 1974	*–*		*–384.917.974*		*384.917.974*	
Accantonamenti e utilizzi dei fondi rischi di cambio e su titoli		2.750.754.453		15.206.927.979		–12.456.173.526
utilizzi fondi di rivalutazione pre-system	*10.549.730*		*12.553.792.201*		*–12.543.242.471*	
utilizzi fondo rischi generali	*1.202.600.000*		*1.008.690.046*		*193.909.954*	
utilizzi fondi rischi su cambi e titoli	*1.537.604.723*		*1.644.445.732*		*–106.841.009*	
Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e utilizzo fondi rischi		**–1.417.526.009**		**–6.630.567.168**		**5.213.041.159**
Tariffe e commissioni attive		19.822.190		20.335.870		–513.680
Tariffe e commissioni passive		–18.968.247		–17.709.199		–1.259.048
Risultato netto da tariffe e commissioni		**853.943**		**2.626.671**		**–1.772.728**
Rendite da titoli azionari e da partecipazioni		215.074.412		387.951.300		–172.876.888
reddito da partecipazione alla BCE	*112.999.262*		*379.473.323*		*–266.474.061*	
reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC	*102.075.150*		*8.477.977*		*93.597.173*	
Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario		15.003.902		–72.909.382		87.913.284
reddito monetario redistribuito	*1.427.184.703*		*1.770.306.284*		*–343.121.581*	
reddito monetario conferito	*–1.412.180.801*		*–1.843.215.666*		*431.034.865*	

PROSPETTO ANALITICO DELLE VOCI DI CONTO ECONOMICO

(importi in unità di euro)

Voci	2003		2002		Variazioni	
B) ALTRE RENDITE:		**1.630.133.236**		**1.464.954.164**		**165.179.072**
Proventi derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi		1.431.002.283		1.294.023.772		136.978.511
interessi	*954.977.626*		*1.048.954.347*		*–93.976.721*	
premi e sconti su titoli obbligazionari	*–34.251.936*		*–26.077.538*		*–8.174.398*	
dividendi da azioni e partecipazioni	*167.550.705*		*231.865.768*		*–64.315.063*	
utili da negoziazione e da realizzo	*342.725.888*		*39.281.195*		*303.444.693*	
Sopravvenienze attive e insussistenze del passivo		83.527.105		83.623.705		–96.600
Diverse		115.603.848		87.306.687		28.297.161
fitti attivi da locazione immobili	*19.973.686*		*18.506.330*		*1.467.356*	
interessi su crediti di imposta	*22.748.807*		*29.353.300*		*–6.604.493*	
altri interessi	*2.125.317*		*1.614.378*		*510.939*	
provvigioni Ministero Economia e finanze	*299.407*		*275.884*		*23.523*	
procedure, studi e progettazioni completate	*10.124.950*		*13.624.742*		*–3.499.792*	
rimanenze finali	*663.113*		*574.007*		*89.106*	
altre	*59.668.568*		*23.358.046*		*36.310.522*	
TOTALE RENDITE NETTE (A+B)		**1.055.247.700**		**–4.908.479.292**		**5.963.726.992**
C) SPESE E ONERI DIVERSI:						
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio		–614.612.177		(*) –627.121.768		12.509.591
Compensi per organi collegiali centrali e periferici (1)		–3.006.845		–2.862.972		–143.873
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP		–130.343.405		–132.353.750		2.010.345
TQP	*–59.677.598*		*–65.977.843*		*6.300.245*	
oneri maturati e non ancora erogati	*–70.345.172*		*–66.073.128*		*–4.272.044*	
altri	*–320.635*		*–302.779*		*–17.856*	
Altre spese relative al personale		–41.266.905		(*) –39.800.489		–1.466.416
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte		–242.815.476		–237.290.842		–5.524.634
Spese di amministrazione		–360.659.064		(*) –383.213.344		22.554.280
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali		–190.498.010		–186.350.136		–4.147.874
Altre spese:						
perdite derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi		–42.391.394		–281.726.808		239.335.414
perdite da negoziazione e realizzo	*–*		*–27.902.197*		*27.902.197*	
svalutazioni	*–42.391.394*		*–253.824.611*		*211.433.217*	
altri accantonamenti ai fondi		–118.554		–16.820.747		16.702.193
sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo		–1.705.197		–2.400.437		695.240
attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve (2)		–468.969.171		–297.281.479		–171.687.692
altre imposte e tasse		–15.903.440		–16.190.519		287.079
diverse		–6.664.741		–3.805.123		–2.859.618
altri interessi	*–580.050*		*–9.089*		*–570.961*	
rimanenze iniziali	*–574.007*		*–440.030*		*–133.977*	
altri	*–5.510.684*		*–3.356.004*		*–2.154.680*	
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive (3)		1.116.103.942		7.200.000.000		–6.083.896.058
UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO		**52.397.263**		**64.302.294**		**–11.905.031**

(*) Importi riclassificati.

(1) Comprende i compensi cumulativamente spettanti al Consiglio Superiore (648.353 euro nel 2003 e 863.205 euro nel 2002) e ai Sindaci (33.210 euro in entrambi gli anni). – (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.

Gli *interessi attivi* crescono complessivamente di 203 milioni (da 1.886 a 2.089 milioni). In particolare, aumentano:

– per 531 milioni gli interessi sui crediti verso lo Stato (da 397 a 928 milioni), in relazione al più elevato rendimento dei titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289/2002.

Si riducono invece gli interessi sulle attività in valuta e sulle posizioni in euro. Con riferimento a queste ultime la flessione è ascrivibile:

– per 79 milioni, alle operazioni di rifinanziamento (da 267 a 188 milioni), riferibili pressoché esclusivamente ai minori interessi (per 77 milioni) sulle operazioni di rifinanziamento principali, per effetto della flessione del tasso medio di rendimento (dal 3,34 al 2,35 per cento); la consistenza media annua è rimasta pressoché stabile (7.957 rispetto a 7.913 milioni);

Nel corso dell'anno, il Consiglio direttivo della BCE ha deliberato due volte la riduzione dei tassi di interesse sulle operazioni dell'Eurosistema (il 6 marzo e il 5 giugno), portando – tra l'inizio e la fine dell'anno – il tasso minimo di aggiudicazione per le operazioni di rifinanziamento principali dal 2,75 al 2 per cento. Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è passato dal 3,75 al 3 per cento.

– per 20 milioni, alle anticipazioni di cui al DM 27.9.1974 regolate all'1 per cento (da 140 a 120 milioni), a motivo della minore consistenza media annua (da 13.792 a 11.834 milioni) delle stesse, che sono poi state definitivamente estinte nel 2003;
– per 19 milioni (da 85 a 66), ai titoli (diversi da quelli ad investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi), in relazione principalmente all'andamento dei tassi;
– per 3 milioni (da 328 a 325), ai saldi intra SEBC quale risultante:
  a) dei minori interessi sui crediti relativi al trasferimento delle riserve (da 210 a 148) in conseguenza della riduzione del tasso di remunerazione;
  b) dell'azzeramento degli interessi sui saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (7 milioni alla fine del 2002), in quanto tali saldi, calcolati con cadenza mensile, sono risultati costantemente a debito della Banca;
  c) dell'incremento degli interessi sui saldi TARGET a credito della Banca (da 111 a 177).

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.

La remunerazione dei saldi (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema e di quelli connessi all'operatività di TARGET è pari al tasso marginale di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali.

La riduzione degli interessi sulle attività in valuta è da attribuire:

– per 155 milioni, ai titoli e alle altre attività in valuta per effetto della flessione del rendimento medio, in parte compensata dall'incremento della consistenza media annua (da 27.364 a 29.683 milioni);
– per 24 milioni, alla posizione con il FMI principalmente a motivo della riduzione del tasso di remunerazione.

I premi e sconti su titoli obbligazionari, calcolati sui titoli in euro e in valuta estera, negativi in entrambi gli esercizi, passano da 212 a 240 milioni.

In particolare, essi si riferiscono:
– *per 123 milioni ai titoli in valuta;*
– *per 106 milioni ai titoli da concambio ex lege 289/2002;*
– *per 11 milioni ai titoli in euro (diversi da quelli ad investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi).*

Gli *interessi passivi* diminuiscono di 469 milioni (da 1.946 a 1.477). In particolare, la riduzione degli interessi passivi sulle posizioni in euro è riferibile:

– per 191 milioni, alle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria (da 1.212 a 1.021 milioni) a motivo del minor tasso medio di remunerazione (dal 4,5 al 3,6 per cento), i cui effetti sono stati parzialmente compensati dalla maggiore consistenza media annua del conto (da 26.918 a 28.400 milioni);

Gli interessi comprendono l'importo integrativo, pari a 395 milioni (340 milioni nell'esercizio precedente), spettante al Tesoro ai sensi dell'art. 4 della legge 26 novembre 1993, n. 483, in quanto il tasso di riferimento per la remunerazione del conto è risultato inferiore al rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora giunti a scadenza.

– per 129 milioni, ai saldi intra SEBC (da 203 a 74 milioni), per effetto della riduzione sia degli interessi riconosciuti sulla posizione netta dell'Istituto connessa con il sistema TARGET (21 milioni rispetto ai 96 del 2002), sia di quelli maturati sui saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (da 107 a 53 milioni);
– per 116 milioni, ai depositi di riserva in conto corrente (da 448 a 332 milioni) a motivo della flessione del tasso medio di remunerazione

della riserva obbligatoria (dal 3,31 al 2,34 per cento) il cui effetto risulta in parte attenuato dall'aumento della consistenza media annua (da 13.562 a 14.195 milioni);

– per 34 milioni, alle altre operazioni (da 35 a 1 milione); il dato del 2002 si riferiva per la maggior parte (33 milioni) agli interessi corrisposti alle istituzioni finanziarie sui depositi costituiti a garanzia delle banconote e delle monete fornite in prealimentazione;

– per 0,8 milioni (da 1,2 a 0,4 milioni) al conto corrente con l'UIC e per 0,1 milioni (da 0,2 a 0,1 milioni) ai depositi overnight, a tempo determinato e per richiesta di margini.

La remunerazione dei depositi overnight costituiti presso le Banche centrali su iniziativa delle controparti è passata – tra l'inizio e la fine dell'anno – dall'1,75 all'1 per cento per effetto della revisione dei tassi effettuata dal Consiglio direttivo della BCE nei mesi di marzo e giugno.

Gli interessi passivi sul fondo ammortamento titoli di Stato si incrementano invece di 10 milioni (da 8 a 18) in relazione alla maggiore consistenza media annua (665 milioni rispetto ai 231 del 2002), in parte compensata dalla riduzione del tasso medio di remunerazione (dal 3,53 al 2,67 per cento).

Risultano in diminuzione per 8 milioni gli interessi passivi su posizioni in valuta (da 39 a 31 milioni), per effetto pressoché esclusivo della riduzione di quelli sulle assegnazioni di diritti speciali di prelievo (passati da 21 a 14 milioni).

Il *risultato netto da operazioni finanziarie*, *svalutazioni e utilizzo fondi rischi* resta negativo come nello scorso esercizio e passa da 6.631 a 1.418 milioni. Ad esso concorrono:

– svalutazioni di attività e posizioni finanziarie per 4.645 milioni, che riguardano per 4.629 milioni (822 alla fine del 2002) quelle da cambio sulle posizioni nette in valuta (riferite principalmente ai dollari USA e agli yen) e per 16 milioni quelle da prezzo sui titoli in divisa, in euro e sulle posizioni in future;

– utili realizzati su operazioni finanziarie per 477 milioni (il risultato del 2002, negativo per 20.631, risentiva della perdita di 21.837 milioni originata dalla già citata operazione di concambio prevista dalla legge 289/2002), determinati:

  a) da utili da negoziazione su titoli e future per 436 milioni (489 nel 2002) e da utili su posizioni forward connesse con le anticipazioni ex DM 27.9.1974 per 113 milioni (429 nel 2002);

b) da perdite da negoziazione in cambi per 72 milioni (nel 2002 erano stati conseguiti utili in cambi per 288 milioni);

– utilizzi dei fondi per 2.750 milioni (15.207 nel 2002), prelevati:

a) dal fondo rischi su cambi per 1.538 milioni e dal fondo rischi generali per 1.202 milioni, a copertura di parte delle minusvalenze sulle posizioni in divisa estera;

b) dai conti di rivalutazione pre-system per 10 milioni in seguito a cessioni e svalutazioni di titoli e valute.

Il *risultato netto da tariffe e commissioni* diminuisce di 2 milioni (da 3 a 1).

In particolare, tra le tariffe e commissioni attive *(stabili a 20 milioni), quelle percepite per la movimentazione dei conti di riserva delle istituzioni creditizie ammontano a 4 milioni (5 nel 2002) e quelle relative al servizio di* Correspondent central banking model *(CCBM) a 4 milioni (3 nel 2002). Tra le* tariffe e commissioni passive*, pari a 19 milioni, gli oneri per la gestione delle riserve ufficiali in valuta estera corrisposti all'UIC ammontano a 13 milioni (14 nel 2002).*

La voce *rendite da titoli azionari e da partecipazioni* diminuisce di 173 milioni (da 388 a 215) e comprende:

– gli utili percepiti dalla Banca sulla partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC, che aumentano da 9 a 102 milioni;

– la parte spettante all'Istituto degli utili conseguiti dalla BCE nell'esercizio 2002 e distribuiti nel 2003 (113 milioni, rispetto ai 268 percepiti nel precedente esercizio).

La quota del reddito da signoraggio della BCE sulle banconote, pari a circa 128 milioni (111 nel 2002), non è stata corrisposta alla Banca in relazione alle risultanze negative dell'esercizio 2003 della BCE (cfr. la voce Banconote in circolazione *nel paragrafo* Principi, criteri e struttura del bilancio*). La perdita netta d'esercizio di 477 milioni, che si è ciò nonostante determinata, è stata interamente coperta dalla BCE con l'utilizzo del fondo di riserva generale.*

Il *risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*, calcolato sulla base delle nuove modalità stabilite dal Consiglio direttivo della BCE per il periodo 2003-07, è positivo per 15 milioni (negativo per 73 milioni nell'esercizio precedente): a fronte di un ammontare conferito di 1.412 milioni, sono stati redistribuiti 1.427 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 Eurosistema risultanti dalle transazioni TARGET; passività (nette) intra Eurosistema derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema. Gli interessi corrisposti sulle passività incluse nella liability base vengono dedotti dal reddito monetario da accentrare.

Gli attivi earmarkable di ciascuna BCN sono costituiti da: rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area euro relativo a operazioni di politica monetaria; crediti intra Eurosistema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosistema (netti) relativi alla posizione TARGET; crediti intra Eurosistema (netti) derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema; un determinato ammontare di oro e crediti in oro proporzionato alla quota di partecipazione al capitale della BCE. L'oro è considerato infruttifero. Qualora l'ammontare degli attivi earmarkable ecceda o sia inferiore alla liability base, la differenza è compensata applicando alla stessa il tasso medio di rendimento delle attività earmarkable complessive di tutte le BCN.

Il reddito monetario complessivamente accentrato dall'Eurosistema viene redistribuito a ciascuna BCN in base alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE.

Le *altre rendite* registrano un incremento di 165 milioni (da 1.465 a 1.630). In particolare:

– i *proventi derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi* aumentano di 137 milioni (da 1.294 a 1.431 milioni) per effetto dei più elevati utili da negoziazione e da realizzo (da 39 a 343 milioni), parzialmente compensati dai minori rendimenti su titoli, comprensivi dei premi e sconti (da 1.255 a 1.088 milioni);

– le *sopravvenienze attive e insussistenze del passivo* restano stabili a 84 milioni;

Nel 2003 si sono registrate sopravvenienze per 74 milioni connesse con la definitiva acquisizione da parte della Banca d'Italia di somme restituite dalle banche beneficiarie di anticipazioni ex DM 1974 (nel 2002, 79 milioni).

– le rendite *diverse* aumentano di 28 milioni (da 87 a 115).

Nell'ambito della voce sono ricompresi, tra l'altro, gli interessi su crediti d'imposta fruttiferi (23 milioni) e i fitti attivi degli immobili (20 milioni).

Dall'esercizio 2003, le *spese e oneri diversi* presentano, nell'ambito dello schema di conto economico, un maggior dettaglio informativo. I corrispondenti dati del 2002 sono stati riclassificati. In particolare:

– gli *stipendi e oneri accessori per il personale in servizio* diminuiscono di 12 milioni (da 627 a 615);

Nell'ambito di tale voce non sono più ricomprese le diarie e le spese documentate per missioni e trasferimenti; le prime figurano ora nelle altre spese relative al personale*, mentre le seconde sono allocate tra le* spese di amministrazione*.*

– le *pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte* aumentano di 6 milioni (da 237 a 243 milioni);
– le *altre spese relative al personale* passano da 40 a 41 milioni;
– gli *accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP* diminuiscono complessivamente di 2 milioni (da 132 a 130) e si riferiscono a quelli a garanzia del TQP per 60 milioni (66 nel 2002) e agli oneri maturati e non erogati al personale alla fine dell'esercizio per 70 milioni (66 nel 2002).

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) ammonta a 719 milioni (726,1 nel 2002). Rapportata al numero medio dei dipendenti, pari a 8.385 (8.499 nel 2002), determina una spesa media pro capite di 85,7 mila euro (85,4 nel 2002).

La composizione della compagine del personale è riportata nella tavola I14.

Le *spese di amministrazione* si riducono di 23 milioni.

Tav. I14

COMPAGINE DEL PERSONALE

Carriere	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2003	2002	2003	2002
Direttiva	2.011	1.991	24,1	23,5
Operativa	4.910	4.931	58,8	58,3
Servizi generali e di sicurezza	880	974	10,5	11,5
Operaia	550	570	6,6	6,7
TOTALE PERSONALE DI RUOLO	**8.351**	**8.466**	**100,0**	**100,0**
Personale a contratto	34	33		

Esse ammontano complessivamente a 361 milioni; al loro interno, si riducono i costi per carta filigranata per la produzione delle banconote in euro (da 26 a 7 milioni) e quelli per spese postali e telefoniche (da 9 a 5 milioni).

La voce *ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali*, che accoglie gli ammortamenti ordinari, è in aumento (da 186 a 190 milioni).

Gli ammortamenti dell'esercizio si riferiscono principalmente agli immobili per 122 milioni, agli impianti per 36 milioni e alle procedure, studi e progettazioni del SESI per 17 milioni.

Le *altre spese* diminuiscono di 82 milioni (da 618 a 536) e comprendono:

– le *perdite derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi* per 42 milioni (282 nel 2002), riferite pressoché esclusivamente a svalutazioni operate su titoli azionari in euro;
– gli *altri accantonamenti ai fondi* per 0,1 milioni, che per l'esercizio in esame sono relativi a quelli confluiti nella speciale riserva ex D.lgs. 21 aprile 1993, n. 124. Nell'esercizio 2003 non sono stati effettuati ammortamenti anticipati (17 milioni nel 2002);
– le *sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo*, che restano stabili a 2 milioni;
– l'*attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve* per 469 milioni, più elevata rispetto al 2002 (297 milioni) a motivo di minori svalutazioni e di maggiori 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 16 milioni;
– le spese *diverse* (da 4 a 7 milioni) che segnano un incremento di 3 milioni, ascrivibile principalmente alle maggiori erogazioni liberali.

Le imposte dell'esercizio evidenziano un risultato positivo pari a 1.116 milioni (rispetto a 7.200 milioni del precedente esercizio). In mancanza di oneri per IRAP, tale risultato è determinato dall'Irpeg differita attiva connessa con il riporto in avanti della perdita fiscale dell'esercizio 2003 (973 milioni) nonché dal credito di imposta spettante sui dividendi incassati (131 milioni) e dalla residua fiscalità differita netta (12 milioni).

Il risultato positivo di 12 milioni (negativo per 5 milioni nel 2002) derivante dalla fiscalità differita non correlata al riporto in avanti della perdita fiscale dell'esercizio è determinato dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

– *decremento delle imposte differite passive per 7 milioni (da 65 a 58); tale variazione è connessa con l'imponibilità nell'esercizio 2003 di componenti di reddito di esercizi precedenti;*

– *aumento delle imposte differite attive per 5 milioni (da 32 a 37); tale variazione deriva, da un lato, dall'iscrizione di imposte anticipate per eventi accaduti nel 2003, nonché dall'adeguamento della consistenza delle imposte medesime in relazione agli esiti della dichiarazione Irpeg presentata nel 2003 (per complessivi 26 milioni) e, dall'altro, dalla flessione connessa con la deduzione nell'esercizio 2003 di oneri di esercizi precedenti (21 milioni).*

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 52.397.263 conseguito nell'esercizio 2003 venga così ripartito:

		euro
–	alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	10.479.453
–	ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	9.360
–	alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	10.479.453
–	ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	6.240
–	allo Stato, la restante somma di	31.422.757
	TOTALE	52.397.263

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 45.219.000, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2002.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 45.234.600 pari a 150,782 euro per ogni quota di partecipazione.

IL GOVERNATORE
Antonio Fazio

RELAZIONE DEI SINDACI
SUL CENTODECIMO ESERCIZIO
DELLA BANCA D'ITALIA
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2003

Signori Partecipanti,

il bilancio dell'esercizio 2003 che viene sottoposto alla Vostra approvazione chiude con le seguenti risultanze:

Attività	€	145.525.696.660
Passività	€	131.807.453.536
Capitale e riserve	€	13.665.845.861
Utile netto dell'esercizio (come da conto economico scalare)	€	52.397.263

I conti d'ordine, iscritti in attivo e in passivo per l'importo di 418.246.089.603 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 integrazioni in relazione:

– all'avvio, nell'ultima parte del 2003, della operatività in future sui tassi di interesse sul mercato del dollaro; i criteri di valutazione di tali ultime operazioni sono in linea con quanto previsto nella vigente "Guideline contabile" (Atto di indirizzo ECB/2002/10);

– alla decisione del Consiglio Direttivo della BCE, assunta il 18 dicembre u.s., con la quale è stato stabilito che l'intero reddito da signoraggio resti attribuito alla BCE stessa.

I criteri di redazione e di valutazione per il 2003, la cui adozione è da noi condivisa, sono stati constatati rispondenti a quelli deliberati dal Consiglio Superiore e aderenti alle norme di legge. 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 previste dalle vigenti norme.

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 52.397.263 euro, hanno risentito in maniera eccezionalmente negativa delle minusvalenze da valutazione registrate sulle posizioni in valuta estera a causa del deprezzamento del dollaro Usa e dello yen nei confronti dell'euro.

A parziale copertura delle predette minusvalenze il Consiglio Superiore ha deliberato l'utilizzazione: a) per 1.538 milioni di euro, e conseguente azzeramento, del fondo rischi di cambio; b) per 1.202 milioni di euro del fondo rischi generali. Le richiamate svalutazioni hanno concorso alla formazione di una perdita fiscale ai fini Irpeg; ciò ha reso possibile la rilevazione di imposte differite attive per 973 milioni scomputabili, in base all'articolo 84 del nuovo TUIR, dai redditi imponibili dei prossimi cinque periodi di imposta. Il predetto importo, in aggiunta ai crediti di imposta sui dividendi per 131 milioni e alle altre variazioni della fiscalità differita netta per 12 milioni, ha determinato l'iscrizione di un risultato positivo per 1.116 milioni tra le imposte dell'esercizio. Il cennato importo di 973 milioni si va ad aggiungere all'ammontare delle imposte differite attive connesse alla deducibilità della perdita Irpeg dell'operazione di concambio dei titoli di Stato ex lege 289/02, recuperabile entro il 2022 (7.116 milioni a fine 2002, ora 7.119 in relazione alle risultanze della dichiarazione Irpeg presentata nel 2003). 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 dalla eccezionale diminuzione del valore corrente delle attività in valuta estera registrata nel 2003.

Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente, nonostante l'avvenuta utilizzazione dei fondi di cui si è detto innanzi. 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 52.397.263 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	€	10.479.453
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale ..	»	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	»	10.479.453
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, ad integrazione del dividendo	»	6.240
– allo Stato, il residuo di	»	31.422.757
Totale	€	52.397.263

Il Consiglio Superiore Vi propone inoltre, a norma dell'art. 56 dello Statuto, una ulteriore assegnazione ai Partecipanti pari a 45.219.000 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 2002 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 2003 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.

Nel rassegnare il mandato che ci avete conferito, Vi ringraziamo della fiducia di cui ci avete onorato.

I SINDACI

Giuseppe Bruni

Enrico Nuzzo

Angelo Provasoli

Massimo Stipo

Gianfranco Zanda

SITUAZIONE PATRIMONIALE
E CONTO ECONOMICO
al 31 dicembre 2003

ATTIVO	importi in unità di euro	
	2003	2002
1 ORO E CREDITI IN ORO	**26.042.196.103**	**25.763.615.140**
2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	**24.064.856.474**	**27.316.455.914**
2.1 crediti verso FMI	4.211.994.537	4.681.552.173
2.2 titoli (non azionari)	14.764.931.919	18.770.622.928
2.3 conti correnti e depositi	5.085.717.614	3.687.101.568
2.4 operazioni temporanee	-	174.826.533
2.5 altre attività	2.212.404	2.352.712
3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	**6.449.175.541**	**5.298.228.670**
3.1 controparti finanziarie	6.449.175.541	5.298.228.670
3.1.1 titoli (non azionari)	*1.848.796.804*	*2.125.503.559*
3.1.2 operazioni temporanee	-	-
3.1.3 altre attività	*4.600.378.737*	*3.172.725.111*
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	**8.196.818.477**	**6.933.007.746**
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	8.190.917.667	6.932.865.946
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	-	-
5.3 operazioni temporanee di *fine-tuning*	-	-
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	-	-
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	5.900.810	-
5.6 crediti connessi a richieste di margini	-	141.800
6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	**227.195**	**400.710**
7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO (non azionari)	**1.672.191.348**	**1.577.708.552**
8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	**18.716.265.228**	**18.872.447.779**
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	**8.192.250.000**	**8.192.250.000**
9.1 partecipazione al capitale della BCE	744.750.000	744.750.000
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.447.500.000	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)	-	-
10 PARTITE DA REGOLARE	**10.974.891**	**7.161.407**
11 ALTRE ATTIVITÀ	**52.180.741.403**	**53.377.152.464**
11.1 cassa	18.374.486	25.744.271
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)	28.433.560.388	28.291.710.474
11.4 immobilizzazioni immateriali	24.293.642	24.339.495
11.5 oneri pluriennali	6.378.808	9.683.493
11.6 immobilizzazioni materiali (al netto dei fondi di ammortamento)	2.582.288.268	2.732.847.192
11.7 ratei e risconti	697.771.469	679.336.952
11.8 diverse	20.159.845.892	21.355.262.137
TOTALE	**145.525.696.660**	**147.338.428.382**
13 CONTI D'ORDINE	**418.246.089.603**	**365.360.119.127**

Verificato conforme ai libri di contabilità il 29 aprile 2004

I SINDACI: Giuseppe Bruni, Enrico Nuzzo, Angelo Provasoli, Massimo Stipo, Gianfranco Zanda

PATRIMONIALE

PASSIVO	importi in unità di euro	
	2003	2002
1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE	**73.807.445.600**	**60.657.829.610**
2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	**10.303.853.566**	**10.454.353.301**
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	10.302.910.669	10.452.311.385
2.2 depositi *overnight*	942.897	2.041.916
2.3 depositi a tempo determinato	-	-
2.4 operazioni temporanee di *fine-tuning*	-	-
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	**13.371.028.021**	**21.322.140.595**
4.1 Pubblica Amministrazione	13.294.608.579	21.316.379.333
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*13.208.116.796*	*20.617.850.101*
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	*23.509.723*	*633.200.291*
4.1.3 altre passività	*62.982.060*	*65.328.941*
4.2 altre controparti	76.419.442	5.761.262
5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	**28.970.683**	**53.952.167**
5.1 debiti verso Banche Centrali dell'UE non rientranti nell'Area Euro	858	847
5.2 altre passività	28.969.825	53.951.320
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	**373.752.751**	**2.880.824.617**
7.1 depositi e conti correnti	10.445.935	12.439.170
7.2 altre passività	363.306.816	2.868.385.447
8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DEL FMI	**827.427.200**	**910.521.120**
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	**7.713.040.731**	**7.866.468.998**
9.1 passività per *promissory-notes* 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	5.687.329.465	5.731.537.490
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	2.025.711.266	2.134.931.508
10 PARTITE DA REGOLARE	**33.905.286**	**37.087.693**
11 ALTRE PASSIVITÀ	**2.499.260.409**	**3.925.537.441**
11.1 vaglia cambiari	646.587.178	839.203.894
11.2 servizi di cassa	2.312.894	1.189.803
11.3 ratei e risconti	8.934.436	12.699.227
11.4 diverse	1.841.425.901	3.072.444.517
12 ACCANTONAMENTI	**6.015.636.567**	**7.516.566.695**
12.1 fondi rischi specifici	399.766.823	1.966.367.143
12.2 accantonamenti diversi per il personale	5.615.869.744	5.550.199.552
13 CONTI DI RIVALUTAZIONE	**9.246.350.725**	**9.645.479.636**
14 FONDO RISCHI GENERALI	**7.586.781.997**	**8.789.381.997**
15 CAPITALE E RISERVE	**13.665.845.861**	**13.213.982.218**
15.1 capitale sociale	156.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	9.495.815.772	9.044.070.683
15.3 altre riserve	4.169.874.089	4.169.755.535
16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE	**52.397.263**	**64.302.294**
TOTALE	**145.525.696.660**	**147.338.428.382**
18 CONTI D'ORDINE	**418.246.089.603**	**365.360.119.127**

IL RAGIONIERE GENERALE
ANTONIO PASQUALE SODA

IL GOVERNATORE
ANTONIO FAZIO

CONTO ECONOMICO

	importi in unità di euro	
	2003	2002
a) Rendite nette relative ad operazioni istituzionali		
Interessi attivi	*2.088.545.167*	*1.885.967.592*
Interessi passivi	*- 1.476.836.951*	*- 1.946.502.469*
Interessi attivi netti	**611.708.216**	**- 60.534.877**
Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie	*477.167.233*	*- 20.630.574.618*
Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	*- 4.645.447.695*	*- 1.206.920.529*
Accantonamenti e utilizzi dei fondi rischi di cambio e su titoli	*2.750.754.453*	*15.206.927.979*
Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e utilizzo fondi rischi	**- 1.417.526.009**	**- 6.630.567.168**
Tariffe e commissioni attive	*19.822.190*	*20.335.870*
Tariffe e commissioni passive	*- 18.968.247*	*- 17.709.199*
Risultato netto da tariffe e commissioni	**853.943**	**2.626.671**
Rendite da titoli azionari e da partecipazioni	215.074.412	387.951.300
Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario	15.003.902	- 72.909.382
b) Altre rendite:		
– proventi derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi	1.431.002.283	1.294.023.772
– sopravvenienze attive e insussistenze del passivo	83.527.105	83.623.705
– diverse	115.603.848	87.306.687
Totale rendite nette (a+b)	**1.055.247.700**	**- 4.908.479.292**
Spese e oneri diversi		
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (1)	- 614.612.177	- 627.121.768
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	- 3.006.845	- 2.862.972
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	- 130.343.405	- 132.353.750
Altre spese relative al personale	- 41.266.905	- 39.800.489
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	- 242.815.476	- 237.290.842
Spese di amministrazione	- 360.659.064	- 383.213.344
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	- 190.498.010	- 186.350.136
Costi per servizi di produzione di banconote	-	-
Altre spese:		
– perdite derivanti dall'investimento delle riserve e dei fondi	- 42.391.394	- 281.726.808
– altri accantonamenti ai fondi	- 118.554	- 16.820.747
– sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo	- 1.705.197	- 2.400.437
– attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve (2)	- 468.969.171	- 297.281.479
– altre imposte e tasse	- 15.903.440	- 16.190.519
– diverse	- 6.664.741	- 3.805.123
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive (3)	1.116.103.942	7.200.000.000
Utile netto dell'esercizio	**52.397.263**	**64.302.294**

(1) Il numero medio dei dipendenti in servizio nel 2003 è stato pari a 8.385 (8.499 nel 2002). – (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	**10.479.453**
ALLA RISERVA STRAORDINARIA	**10.479.453**
AI PARTECIPANTI: 6% DEL CAPITALE	**9.360**
ULTERIORE 4% DEL CAPITALE	**6.240**
ALLO STATO	**31.422.757**
TOTALE	**52.397.263**

Verificato conforme ai libri di contabilità il 29 aprile 2004. **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	2002	2001
	(importi in euro)	
A Crediti verso Soci	–	–
B Immobilizzazioni		
I *Immobilizzazioni immateriali*		
1 Costi di impianto e di ampliamento	56.293	111.569
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	56.293	111.569
II *Immobilizzazioni materiali*		
1 Terreni e fabbricati	104.805.174	106.439.018
2 Impianti e macchinario	–	–
3 Attrezzature industriali e commerciali	–	–
4 Altri beni	95.072	100.491
5 Immobilizzazioni in corso ed acconti	2.585.535	–
Totale	107.485.781	106.539.509
III *Immobilizzazioni finanziarie*		
1 Partecipazione in imprese controllate, collegate, altre	–	–
2 Crediti v/imprese controllate, collegate, controllanti, altre	–	–
3 Altri titoli	–	–
4 Azioni proprie	–	–
Totale	–	–
Totale immobilizzazioni	107.542.074	106.651.078
C Attivo circolante		
I *Rimanenze*		
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 *Crediti*		
1 Verso clienti (esigibili entro l'esercizio successivo)	135.480	143.486
Verso clienti (esigibili oltre l'esercizio successivo)	–	2.789
2 Verso imprese controllate	–	–
3 Verso imprese collegate	–	–
4 Verso controllanti	–	–
5 Verso altri (esigibili entro l'esercizio successivo)	1.317.172	1.343.482
Totale	1.452.652	1.489.757
III *Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni*		
1 Partecipazioni in società controllate	–	–
2 Partecipazioni in società collegate	–	–
3 Altre partecipazioni	–	–
4 Azioni proprie	–	–
5 Altri titoli (titoli di Stato)	–	–
Totale	–	–
IV *Disponibilità liquide*		
1 Depositi bancari e postali	32.790.195	32.554.312
2 Assegni	–	–
3 Denaro e valori in cassa	930	349
Totale	32.791.125	32.554.661
Totale attivo circolante	34.243.777	34.044.418
D Ratei e risconti		
I *Ratei, risconti e disaggi*		
1 Ratei attivi	14.130	128.076
2 Risconti attivi	63.198	71.494
3 Disaggi su prestiti	–	–
Totale ratei e risconti	77.328	199.570
Totale attivo	141.863.179	140.895.066

AL 31 DICEMBRE 2002

	PASSIVO	2002	2001
		(importi in euro)	
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*	817.330	623.358
V	*Riserva per azioni proprie in portafoglio*	–	–
VI	*Riserve statutarie.*	–	–
VII	*Altre riserve*		
1	Riserva straordinaria	7.607.890	2.447.186
2	Riserva disponibile	–	–
VIII	*Utili portati a nuovo*	–	5.160.706
IX	*Utile netto dell'esercizio*	2.112.144	1.939.724
	Totale patrimonio netto	134.205.668	133.839.278
B	Fondi per rischi ed oneri		
I	*Fondi per rischi ed oneri*		
1	Per trattamento di quiescenza e simili	–	–
2	Per imposte differite	692.445	724.973
3	Altri (manutenzioni immobili)	2.731.000	2.442.000
	Totale fondi per rischi ed oneri	3.423.445	3.166.973
C	Trattamento di fine rapporto		
I	*Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato*	186.137	171.071
	Totale trattamento di fine rapporto	186.137	171.071
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	–	35.000
6	Verso fornitori	608.037	286.389
7	Titoli di credito	–	–
8	Verso imprese controllate	–	–
9	Verso imprese collegate	–	–
10	Verso controllanti	–	–
11	Tributari	2.592.853	2.570.675
12	Istituti di previdenza e sicurezza sociale	29.136	29.326
13	Altri debiti (entro 12 mesi):		
	– altri	60.533	26.279
	– depositi cauzionali	549.628	566.909
	– interessi su depositi cauzionali	13.781	15.594
	Totale debiti	3.853.968	3.530.172
E	Ratei e risconti		
I	*Ratei, risconti e aggio su prestiti*		
1	Ratei passivi	193.093	187.572
2	Risconti passivi	868	–
3	Aggio su prestiti	–	–
	Totale ratei e risconti	193.961	187.572
	Totale patrimonio netto e passivo	141.863.179	140.895.066
	CONTI D'ORDINE		
	Impegni assunti da terzi	4.310.522	1.271.230
	Impegni assunti verso terzi	–	–
	Garanzie ipotecarie	–	–
	Totale conti d'ordine	4.310.522	1.271.230

SIDIEF – SOCIETÀ ITALIANA DI INIZIATIVE
EDILIZIE E FONDIARIE – S.p.A. – MILANO

CONTO ECONOMICO 2002

			2002	2001
			(importi in euro)	
A		Valore della produzione		
	1	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.055.625	7.894.679
	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	31.167	42.028
		Totale (A)	8.086.792	7.936.707
B		Costi della produzione		
	6	Materie prime, sussidiarie, di consumo, merci	–	–
	7	Servizi	2.432.961	2.281.857
	8	Godimento di beni di terzi	19.174	18.644
	9	Personale		
	a	salari e stipendi	291.479	289.048
	b	oneri sociali	103.127	101.241
	c	trattamento di fine rapporto	26.289	25.978
	d	trattamento di quiescenza e simili	–	–
	e	altri costi	2.479	2.459
	10	Ammortamenti e svalutazioni		
	a	ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	55.276	55.276
	b	ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	897.292	873.002
	c	altre svalutazioni delle immobilizzazioni	–	–
	d	svalutazioni crediti	62.830	21.970
	11	Variazione rimanenze materie prime, di consumo e merci	–	–
	12	Accantonamenti per rischi	–	–
	13	Altri accantonamenti	1.098.771	1.275.055
	14	Oneri diversi di gestione	1.228.236	1.004.881
		Totale (B)	6.217.914	5.949.411
		Differenza tra valore e costi della produzione (A–B)	1.868.878	1.987.296
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	–	630.415
	d	proventi diversi dai precedenti	1.128.247	800.349
	17	Interessi ed altri oneri finanziari		
	a	altri interessi	–104	–215
	b	interessi su debiti a lungo termine	–	–
	c	oneri finanziari su depositi cauzionali inquilini	–14.892	–16.488
		Totale (C)	1.113.251	1.414.061

segue: CONTO ECONOMICO 2002

		2002	2001
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	1.069.578	305.271
b	utilizzo fondo rischi tassato	–	–
c	altri proventi	12.581	52.581
21	Oneri straordinari		
a	minusvalenze su alienazione immobilizzazioni	–	–4.640
c	altri oneri	–23	–883
	Totale (E)	1.082.136	352.329
	Risultato prima delle imposte (A–B+C+D+E)	4.064.265	3.753.686
22	Imposte sul reddito		
a	imposte correnti	–2.050.000	–2.250.000
b	imposte differite	97.879	436.038
26	UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	2.112.144	1.939.724

SOCIETÀ PER LA BONIFICA DEI
TERRENI FERRARESI E PER
IMPRESE AGRICOLE – S.p.A. – ROMA

STATO PATRIMONIALE

ATTIVO				2002	2001
				(importi in euro)	
A)	Crediti verso Soci			–	–
B)	Immobilizzazioni				
I	*Immobilizzazioni immateriali*				
	Concessioni, licenze, marchi e simili			6.257	9.836
	Altre			284	284
	Totale			6.541	10.120
II	*Immobilizzazioni materiali*				
	Terreni e fabbricati			14.259.403	13.267.270
	Impianti e macchinario			1.486.506	1.310.418
	Attrezzature industriali e commerciali			371.778	379.383
	Altri beni			19.714	23.759
	Totale			16.137.401	14.980.830
III	*Immobilizzazioni finanziarie*				
	Partecipazioni in:	breve	medio		
	altre imprese	–	3.636.729	3.636.729	1.367.289
	Crediti				
	verso altri	–	178.510	178.510	181.749
	Altri titoli			–	35.956
	Totale			3.815.239	1.584.994
	Totale immobilizzazioni			19.959.181	16.575.944
C)	Attivo circolante				
I	*Rimanenze*				
	Materie prime, sussidiarie e di consumo			302.823	261.781
	Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati			848.135	825.035
	Prodotti finiti e merci			2.020.839	1.421.762
	Totale			3.171.797	2.508.578
II	*Crediti*	breve	medio		
	Verso clienti	102.314	–	102.314	669.345
	Verso altri	962.414	–	962.414	185.390
	Totale			1.064.728	854.735
III	*Attività finanziarie*				
	altre partecipazioni			18.925	–
	altri titoli			35.955	–
	Totale			54.880	–
IV	*Disponibilità liquide*				
	depositi bancari e postali			8.285.998	13.142.352
	denaro e valori in cassa			8.701	6.635
	Totale			8.294.699	13.148.987
	Totale attivo circolante			12.586.104	16.512.300
D)	Ratei e risconti				
	vari			1.574	1.533
	Totale attivo			32.546.859	33.089.777

AL 31 DICEMBRE 2002

	PASSIVO			2002	2001
				(importi in euro)	
A)	Patrimonio netto				
I	*Capitale sociale*			5.793.750	5.150.000
III	*Riserve di rivalutazione*				
	Legge 74/1952		456.967		456.967
	Legge 72/1983		47.266		691.016
	Legge 413/1991		2.178.789		2.178.789
	Legge 342/2000		252.569		252.569
				2.935.591	
IV	*Riserva legale*			1.066.188	1.066.188
VII	*Altre riserve*				
	Riserva straordinaria			19.792.510	19.460.669
VIII	*Utili di esercizi precedenti*			11.130	11.130
IX	*Utile dell'esercizio*			683.297	1.231.841
	Totale patrimonio netto			30.282.466	30.499.169
B)	Fondi per rischi ed oneri				
	Per imposte			494.042	799.109
	Altri			49.713	96.720
	Totale fondi per rischi e oneri			543.755	895.829
C)	Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato			573.112	552.047
D)	Debiti	breve	medio		
	acconti	44.778	–	44.778	98.520
	verso fornitori	108.369	–	108.369	237.873
	tributari	108.415	–	108.415	85.731
	verso istituti di previdenza e assistenza sociale	266.427	–	266.427	247.813
	altri debiti	409.866	37.727	447.593	437.443
	Totale debiti			975.582	1.107.380
E)	Ratei e risconti				
	Vari			171.944	35.352
	Totale patrimonio netto e passivo			32.546.859	33.089.777
	CONTI D'ORDINE				
	Titoli in deposito a terzi			660.932	307.404
	ENPAIA c/ Trattamento di fine rapporto			581.790	578.727
	Beni di terzi in deposito			2.109	2.109
	Totale conti d'ordine			1.244.831	888.240

SOCIETÀ PER LA BONIFICA DEI
TERRENI FERRARESI E PER
IMPRESE AGRICOLE – S.p.A. – ROMA

CONTO ECONOMICO 2002

			2002	2001
			(importi in euro)	
A)	VALORE DELLA PRODUZIONE			
	Ricavi delle vendite		4.599.998	4.829.140
	Variazioni rimanenze prodotti e anticipazioni		622.177	548.269
	Incrementi immobilizzazioni per lavori interni		194.005	105.989
	Altri ricavi e proventi			
	– vari	762.000		1.119.837
	– contributi in conto esercizio	1.448.888		1.618.706
			2.210.888	
	TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE		7.627.068	8.221.941
B)	COSTI DELLA PRODUZIONE			
	Per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci		1.592.800	1.563.790
	Per servizi		1.884.909	1.832.264
	Per godimento beni di terzi		5.420	7.007
	Per il personale			
	a) stipendi e salari	1.589.779		1.571.242
	b) oneri sociali	578.427		562.572
	c) trattamento di fine rapporto	65.954		63.806
			2.234.160	
	Ammortamenti e svalutazioni			
	a) immobilizzazioni immateriali	3.578		3.785
	b) immobilizzazioni materiali	298.176		250.235
			301.754	
	Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci		–41.041	–53.791
	Oneri diversi di gestione		849.269	854.133
	TOTALE COSTI DELLA PRODUZIONE		6.827.271	6.655.043
	DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE (A–B)		799.797	1.566.898
C)	PROVENTI E ONERI FINANZIARI			
	Proventi da partecipazioni			
	– altri		445.766	195.119
	Altri proventi finanziari			
	b) da titoli iscritti nelle immobilizzazioni	–		899
	c) da titoli iscritti nell'attivo circolante	899		–
	d) proventi diversi dai precedenti			
	– altri	349.053	349.952	681.671
	Interessi e altri oneri finanziari			
	– altri		-15.145	–10.679
	TOTALE PROVENTI E ONERI FINANZIARI		780.573	867.010

segue: CONTO ECONOMICO 2002

		2002	2001
D)	RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE		
	Svalutazione di partecipazioni	–355.364	–
E)	PROVENTI E ONERI STRAORDINARI		
	Proventi		
	– varie	90.996	–
	Oneri		
	– altri oneri	–15.090	–333.695
	Totale delle partite straordinarie	75.906	–333.695
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	1.300.912	2.100.213
	Imposte sul reddito dell'esercizio	–617.615	–868.372
	UTILE DELL'ESERCIZIO	683.297	1.231.841

ERNST & YOUNG

Reconta Ernst & Young S.p.A.
Via G.D. Romagnosi, 18/A
00196 Roma

Tel. (+39) 06 324751
Fax (+39) 06 32475504
www.ey.com

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE

Ai Partecipanti al capitale della
Banca d'Italia

1. Abbiamo assoggettato a revisione contabile il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia (nel seguito "l'Istituto") chiuso al 31 dicembre 2003. 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 contabile. 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 da noi emessa in data 27 maggio 2003.

3. A nostro giudizio, il sopramenzionato bilancio, redatto secondo i principi e i criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nel paragrafo 1. della nota integrativa, rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della Banca d'Italia al 31 dicembre 2003 ed il risultato economico per l'esercizio chiuso a tale data.

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) In ottemperanza ad una specifica norma statutaria avente forza di legge, il conto economico dell'esercizio include l'attribuzione diretta alle riserve ordinaria e straordinaria del rendimento annuo degli investimenti ad esse relativi.

Roma, 27 maggio 2004

Reconta Ernst & Young S.p.A.

Ambrogio Virgilio
(Socio)

Reconta Ernst & Young S.p.A.
Sede Legale: 00196 Roma - Via G.D. Romagnosi, 18/A
Capitale Sociale € 1.111.000,00 i.v.
Iscritta alla S.O. del Registro delle Imprese presso la C.C.I.A.A. di Roma
Codice fiscale e numero di iscrizione 00434000584
P.I. 00891231003
(vecchio numero R.I. 6697/89 - numero R.E.A. 250904)

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2003

CONSIGLIO SUPERIORE

FAZIO Antonio	- GOVERNATORE – *Presidente*
DESARIO Vincenzo	- DIRETTORE GENERALE
CIOCCA Pierluigi	- VICE DIRETTORE GENERALE
FINOCCHIARO Antonio	- VICE DIRETTORE GENERALE – *Segretario*

CONSIGLIERI SUPERIORI

BAROVIER Angelo
BLASI Paolo
DE FEO Paolo
de FERRA Giampaolo
FERRERI Paolo Emilio*
LATERZA Paolo
MARSANO Rinaldo
MIRABELLI Cesare*
PIRRI Gavino*
POSSATI Stefano
SARDELLA Mario
SCAVONE Nicolò
ZUCCHI Giordano*

* Membro del Comitato del Consiglio Superiore

SINDACI EFFETTIVI

BRUNI Giuseppe
NUZZO Enrico
PROVASOLI Angelo
STIPO Massimo
ZANDA Gianfranco

SINDACI SUPPLENTI

BISONI Cesare
VELO Dario

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

PONTOLILLO Vincenzo	- DIRETTORE CENTRALE PER LE ATTIVITÀ DI BANCA CENTRALE E MERCATI
BIANCHI Bruno	- DIRETTORE CENTRALE PER LA VIGILANZA CREDITIZIA E FINANZIARIA
GIUSSANI Cesare Augusto	- SEGRETARIO GENERALE
CATAPANO Vincenzo	- AVVOCATO 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