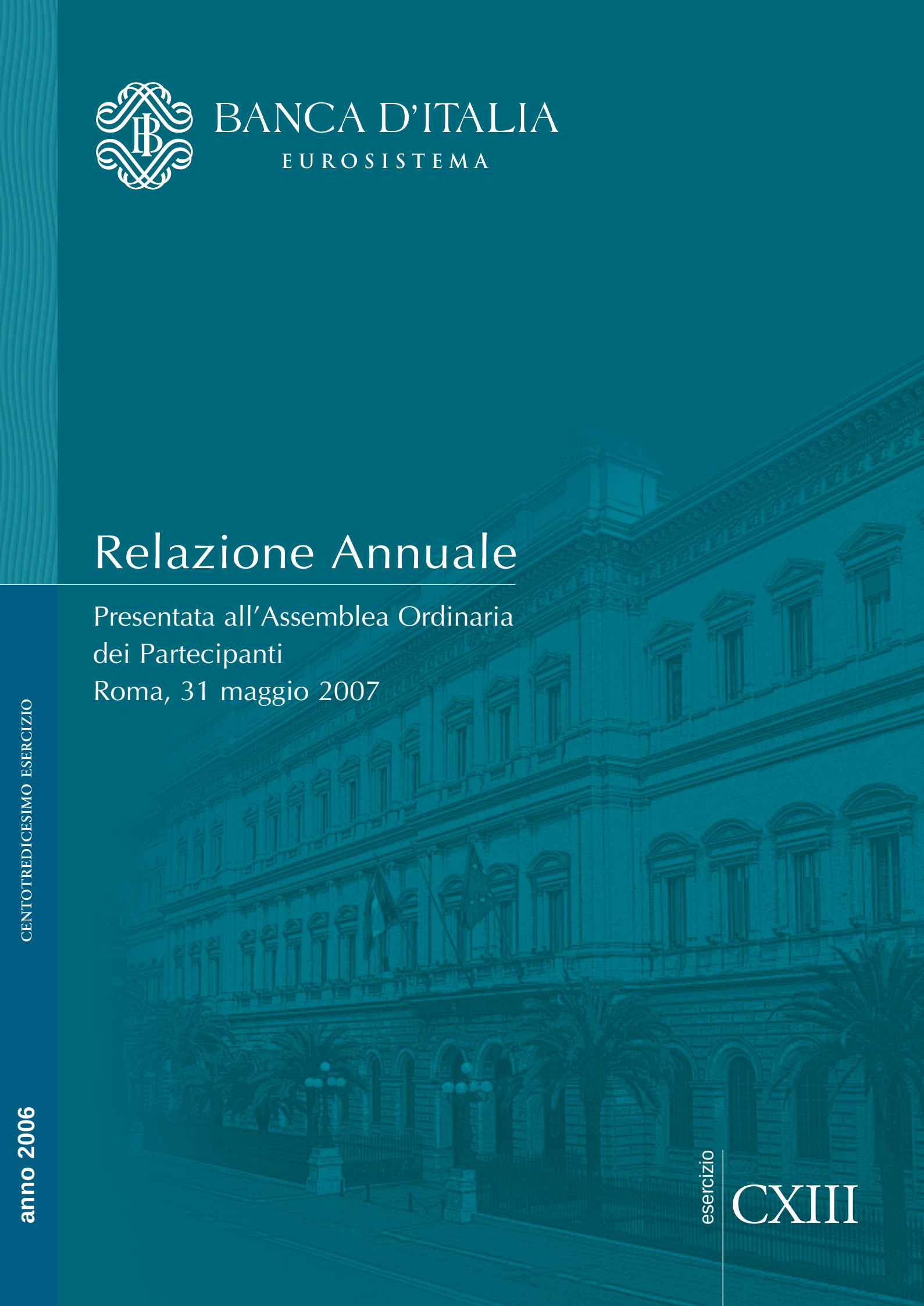
BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria
dei Partecipanti
Roma, 31 maggio 2007



CENTOTREDICESIMO ESERCIZIO

anno 2006

esercizio CXIII

BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Relazione Annuale

Presentata all'Assemblea Ordinaria dei Partecipanti

anno 2006 - centotredicesimo esercizio

Roma, 31 maggio 2007

© **Banca d'Italia, 2007**

Indirizzo
Via Nazionale, 91
00184 Roma - Italia

Telefono
+39 0647921

Sito internet
http://www.bancaditalia.it

Tutti i diritti riservati.
È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte

ISSN 1127-7904

Stampato nel mese di maggio 2007
presso il Centro Stampa
della Banca d'Italia in Roma

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

INDICE

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

1. Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree 3

L'economia statunitense 4
I prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti 8
L'economia giapponese 10
La UE e il processo di integrazione dei nuovi paesi membri 12
Le principali economie emergenti 14

2. Il commercio internazionale, le bilance dei pagamenti e i mercati valutari e finanziari 18

Il commercio internazionale e gli investimenti diretti 18
I prezzi delle materie di base 21
Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti e i tassi di cambio 23
I mercati finanziari 27
Le emissioni obbligazionarie nei paesi emergenti 30

3. La cooperazione economica internazionale 33

L'assistenza finanziaria del Fondo monetario internazionale 34
Assetto e funzioni dell'FMI 34
Iniziative per ridurre la povertà e finanziamento dello sviluppo 36

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

4. Gli andamenti macroeconomici 41

La congiuntura nell'area 41
La bilancia dei pagamenti 45
I prezzi e i costi 48
L'occupazione 52

5. Le politiche di bilancio 53

6. La politica monetaria comune 57

I tassi d'interesse e il cambio dell'euro 58
La moneta e il credito 62
La gestione operativa della politica monetaria 64

L'ECONOMIA ITALIANA

7. La domanda, l'offerta e i prezzi 69

I consumi delle famiglie 69
Gli investimenti 74
Le esportazioni e le importazioni 78
L'offerta 80
I prezzi e i costi 81
Inflazione rilevata e "inflazione percepita" 83

8. Il mercato del lavoro 85

L'occupazione e la sua composizione 85
La disoccupazione e l'offerta di lavoro 89
Il lavoro e l'istruzione dei giovani 92
L'input di lavoro nei settori dell'economia 94
Le retribuzioni e il costo del lavoro 97

9. La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali 99

La produttività 100
La ristrutturazione in corso nel sistema delle imprese: demografia e cambiamenti strutturali alla luce di un'indagine della Banca d'Italia 101
Le politiche di incentivazione 104
La regolamentazione delle attività produttive 106
I servizi di pubblica utilità: energia, telecomunicazioni, servizi pubblici locali 107
Le privatizzazioni 111
Il funzionamento della giustizia civile 112
Le politiche economiche regionali 114

10. La bilancia dei pagamenti e la posizione netta sull'estero 118

Il conto corrente e il conto capitale 118
Gli investimenti 124
La posizione patrimoniale verso l'estero 127

11. La finanza pubblica 129

La politica di bilancio per il 2006: obiettivi e previsioni 130
L'indebitamento netto nel 2006 132
Le entrate nel 2006 135
Le spese nel 2006 138
Le Amministrazioni locali 141
Il fabbisogno e il debito nel 2006 144
La politica di bilancio per il 2007 148
I programmi e le prospettive per il medio periodo 151

12. La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese 156

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie 156
Il finanziamento e le attività finanziarie delle imprese 161

13. I mercati finanziari e gli investitori istituzionali 167

I titoli del settore pubblico 168
Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche 169
Il mercato azionario 172
I fondi comuni di investimento 175
Le gestioni patrimoniali 180
Le compagnie di assicurazione 181
I fondi pensione e gli enti di previdenza 181

14. Gli intermediari creditizi 184

I prestiti 184
Le condizioni di offerta del credito e i tassi di interesse 192
La raccolta 195
Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero delle banche 196
I conti economici 197

LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

15. Struttura, redditività, patrimonio e rischi degli intermediari 201

La struttura
Le banche e i gruppi bancari 202
Gli intermediari non bancari 207
Redditività, patrimonio e rischi
I gruppi bancari 210
Gli intermediari non bancari 218

16. L'azione di Vigilanza 223

Il quadro normativo
Il contesto internazionale 224
La normativa nazionale 229
I controlli
Linee di sviluppo 237
I controlli sull'adeguamento delle banche ai requisiti previsti dalla nuova disciplina prudenziale 239
I rapporti con altre Autorità di vigilanza e organismi istituzionali 240

SERVIZI E INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI E DEI MERCATI FINANZIARI

17. Il sistema dei pagamenti 245

Il processo di integrazione dei servizi di pagamento in Europa 245
Gli strumenti di pagamento 246
Il servizio di Tesoreria statale 250
Le infrastrutture a supporto del sistema dei pagamenti 251
I sistemi privati di compensazione e regolamento dei pagamenti 252
Il regolamento in base monetaria 253
TARGET2, TARGET2-Securities e il CCBM2 256

18. I sistemi di negoziazione e di regolamento dei titoli 257

Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa 257
I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato 258
Il mercato interbancario dei depositi 259
I sistemi di gestione accentrata, regolamento e garanzia 259

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

19. Relazione sulla gestione e bilancio dell'esercizio 265

Relazione sulla gestione
Il nuovo assetto istituzionale 266
La pianificazione strategica e operativa 266
Le risorse umane, informatiche e logistiche 268
La circolazione monetaria 269
Le risorse finanziarie 270
Sintesi delle risultanze di bilancio 272
Eventi successivi alla chiusura del bilancio 274
Situazione patrimoniale e conto economico 277
Nota integrativa 287
Principi, criteri e schemi di bilancio 287
Commento 292
Proposte del Consiglio Superiore 316

20. Documentazione allegata al bilancio 318

Relazione del Collegio sindacale 318
Dati di bilancio delle società controllate e collegate 321
Relazione della società di revisione 328

CONSIDERAZIONI FINALI *(in fascicolo separato)*

AVVERTENZE

Segni convenzionali:

– il fenomeno non esiste;

.... il fenomeno esiste, ma i dati non si conoscono;

.. i dati non raggiungono la cifra significativa dell'ordine minimo considerato.

L'ECONOMIA INTERNAZIONALE

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

Nel 2006 la crescita è stata del 5,4 per cento per l'economia mondiale; è divenuta più bilanciata tra le principali aree industrializzate ed è ancora aumentata in quelle emergenti; in Cina e in India è risultata intorno al 10 per cento.

Negli Stati Uniti il prodotto è aumentato del 3,3 per cento; dalla metà dello scorso anno, l'attività economica ha risentito dell'indebolimento del mercato immobiliare, più marcato del previsto, che si è tradotto in un calo degli investimenti residenziali. I prezzi delle abitazioni, in forte crescita dall'inizio del decennio, hanno nettamente decelerato; gli attuali valori immobiliari non appaiono sopravvalutati in misura eccessiva rispetto a quelli di equilibrio. Il rallentamento ciclico e le aspettative contenute di inflazione hanno indotto la Riserva federale a interrompere, dall'estate, la fase di restrizione monetaria avviata alla metà del 2004. Il disavanzo federale, beneficiando di un consistente aumento delle entrate, è sceso all'1,9 per cento del prodotto (2,6 per cento nel 2005).

In Giappone la crescita, salita al 2,2 per cento, è stata sospinta dagli investimenti e dalla domanda estera. Il rafforzamento dell'attività economica ha spinto la Banca del Giappone ad avviare una graduale rimozione dello stimolo monetario impresso negli anni precedenti. Grazie al contenimento della spesa per investimenti e al favorevole andamento delle entrate, il disavanzo pubblico si è ridotto al 5,3 per cento del prodotto, dal 6,8 nel 2005.

Con l'ingresso, dal 1° gennaio 2007, della Bulgaria e della Romania si è conclusa la prima fase del processo di allargamento della Unione europea (UE) che consta ora di 27 paesi. Negli ultimi anni le economie dei paesi nuovi membri sono state generalmente caratterizzate da crescita sostenuta, inflazione in aumento, massicci afflussi di capitali e ampi disavanzi nei conti con l'estero; il ritorno a una crescita più equilibrata è essenziale per il raggiungimento nel medio periodo degli obiettivi di convergenza necessari per l'adozione dell'euro.

Nelle economie emergenti il ritmo di sviluppo ha sfiorato l'8 per cento. In Cina, l'azione delle autorità monetarie ha mirato a contenere la dinamica degli investimenti. L'efficacia della politica monetaria è però limitata, anche per l'ingente disponibilità di autofinanziamento delle imprese. In India, dopo quattro anni di crescita sostenuta, si sono manifestati segnali di surriscaldamento, che la banca centrale ha contrastato con ripetuti aumenti dei tassi di interesse. Nelle altre economie emergenti l'espansione economica, seppure meno sostenuta, si è mantenuta robusta, beneficiando degli elevati prezzi delle materie prime e delle condizioni favorevoli sui mercati finanziari. In Russia il prodotto è accelerato al 6,7 per cento, in America latina al 5,5; in Africa la crescita è stata del 5,5 per cento, come nell'anno precedente.

L'economia statunitense

Nel 2006, quinto anno dell'attuale ciclo espansivo, il prodotto è aumentato del 3,3 per cento (3,2 nel 2005; tav. 1.1). L'intensità della crescita, assai elevata nel primo trimestre, si è attenuata nel corso dell'anno risentendo della crisi del mercato immobiliare. Dal secondo trimestre gli investimenti residenziali hanno cominciato a diminuire, registrando nella media dell'anno un calo del 4,2 per cento. La caduta è sopravvenuta dopo quattro anni di espansione, che aveva innalzato l'incidenza degli investimenti residenziali sul prodotto di circa un punto percentuale, attorno al 5,5 per cento.

Tavola 1.1

PIL e componenti della domanda nei principali paesi e aree industriali
(quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sul periodo precedente in ragione d'anno, salvo diversa indicazione)

VOCI	2005	2006	2006				2007
			1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
Stati Uniti							
PIL	3,2	3,3	5,6	2,6	2,0	2,5	0,6
Consumi delle famiglie (1)	3,5	3,2	4,8	2,6	2,8	4,2	4,4
Spesa delle amministrazioni pubbliche (2)	0,9	2,1	4,9	0,8	1,7	3,4	1,0
Investimenti privati fissi lordi	7,5	2,9	8,2	-1,6	-1,2	-9,1	-3,5
Variazione delle scorte (3)	-0,3	0,2	..	0,4	0,1	-1,2	-1,0
Esportazioni nette (3)	-0,3	..	..	0,4	-0,2	1,6	-1,0
Giappone							
PIL	1,9	2,2	3,1	1,2	0,3	5,0	2,4
Consumi delle famiglie (1)	1,6	0,8	-0,6	2,4	-4,0	4,3	3,5
Spesa delle amministrazioni pubbliche	1,7	0,3	-0,1	2,7	2,5	0,3	-0,3
Investimenti fissi lordi	2,4	3,4	11,2	0,6	-1,2	10,6	-2,8
Variazione delle scorte (3)	-0,1	0,1	0,6	-0,5	0,8	-0,5	-0,4
Esportazioni nette (3)	0,3	0,8	0,5	-0,1	1,5	0,6	1,5
UE-25							
PIL	1,7	2,9	3,6	4,0	2,7	3,6	2,4
Consumi delle famiglie (1)	1,6	2,0	2,1	2,4	2,5	2,3	....
Spesa delle amministrazioni pubbliche	1,7	2,1	4,2	0,5	2,6	1,8	....
Investimenti fissi lordi	3,0	5,4	5,7	8,1	4,9	7,6	....
Variazione delle scorte (3) (4)	-0,1	0,1	-0,1	0,2	0,5	-0,4	....
Esportazioni nette (3)	-0,1	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,7	....
Regno Unito							
PIL	1,9	2,8	3,3	3,1	2,7	2,7	2,9
Consumi delle famiglie (1)	1,4	2,0	0,5	4,6	1,3	4,3	2,3
Spesa delle amministrazioni pubbliche	3,0	2,4	1,7	2,6	2,5	2,8	1,7
Investimenti fissi lordi	3,0	6,5	9,0	4,8	8,6	10,6	7,0
Variazione delle scorte (3) (4)	-0,1	0,2	2,3	0,8	-1,8	-2,2	-0,1
Esportazioni nette (3)	..	-0,4	-1,4	-2,0	1,7	-0,2	..

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

Nel primo trimestre 2007 l'attività economica è aumentata appena dello 0,6 per cento in ragione d'anno (dal 2,5 nel quarto trimestre 2006). L'ulteriore rallentamento va ricondotto al netto deterioramento del contributo alla crescita del settore estero. Gli investimenti residenziali hanno registrato un ritmo di caduta prossimo al 15 per cento; quelli produttivi, che nel quarto trimestre del 2006 erano diminuiti del 3,1 per cento, hanno registrato una debole ripresa, grazie all'accelerazione degli investimenti in capitale digitale. I consumi, sostenuti dalla robusta dinamica del reddito reale disponibile, hanno mantenuto un elevato tasso di espansione.

Benché il ritmo di sviluppo del prodotto nel 2006 sia risultato superiore a quello registrato in media negli anni 2002-05, le stime del potenziale di crescita dell'economia statunitense sono state riviste al ribasso.

Il Congressional Budget Office (CBO), che nel 2002 stimava su un orizzonte decennale un potenziale pari al 3,1 per cento, lo ha ridimensionato al 2,9 nel 2005 e al 2,6 nel 2007 (tav. 1.2). Tali revisioni riflettono principalmente una riduzione della crescita attesa delle ore lavorate; le stime riguardanti il tasso di crescita di medio periodo della produttività del lavoro sono rimaste sostanzialmente invariate, attorno al 2,3 per cento.

Tavola 1.2

Stati Uniti: stime della crescita potenziale dell'economia

DATA DI PUBBLICAZIONE DELLE STIME	Orizzonte temporale	PIL	Settore delle imprese non agricole			
			prodotto	ore lavorate	produttività	PTF
2002 – gen.	2002-2012	3,1	3,4	1,2	2,2	1,3
2003 – gen.	2003-2013	2,9	3,3	1,1	2,2	1,2
2004 – gen.	2004-2014	2,8	3,1	0,9	2,2	1,3
2005 – gen.	2005-2015	2,9	3,3	0,9	2,4	1,4
2006 – gen.	2006-2016	2,8	3,2	0,8	2,4	1,4
2007 – gen.	2007-2017	2,6	3,0	0,7	2,3	1,4

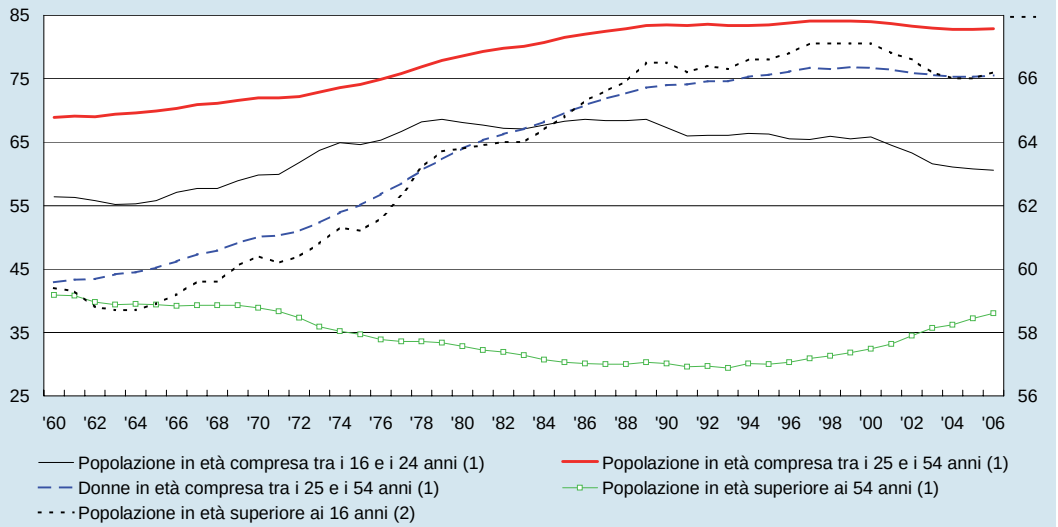
Fonte: Congressional Budget Office.

Il tasso di crescita tendenziale delle ore lavorate, che tiene conto anche dei flussi migratori previsti, era pari all'1,2 per cento nelle stime del CBO del 2002 ed è stato abbassato allo 0,7 per cento nel 2007 (tav. 1.2). La revisione prende atto dell'inattesa flessione del tasso di partecipazione registrata nel decennio in corso, dal 67,1 per cento nel 2000 al 66,2 nel 2006 (fig. 1.1). Questo fenomeno appare soprattutto riconducibile alla scelta dei giovani tra i 16 e i 24 anni di non entrare nel mercato del lavoro, anche per prolungare la propria formazione, e all'arresto della tendenza di lungo periodo all'aumento della partecipazione delle donne in età compresa tra i 25 e i 54 anni. Inoltre, dal 2009, sul tasso di partecipazione influirà la progressiva ricomposizione della popolazione in età da lavoro verso fasce d'età caratterizzate da un più basso tasso di partecipazione, in particolare quella delle persone al di sopra dei 54 anni.

Il tasso di incremento della produttività nell'ampio settore delle imprese non agricole, dopo avere toccato valori storicamente elevati nel 2002 e nel 2003 (4,1 e 3,7 per cento, rispettivamente), è sceso sino all'1,6 per cento nel 2006. L'aumento registrato nella media del periodo 2001-06, pari al 2,8 per cento, eccede ancora quello della seconda metà degli anni novanta (2,5 per cento).

Figura 1.1

Stati Uniti: tassi di partecipazione alla forza lavoro
(valori percentuali)



Fonte: Bureau of Labor Statistics.
(1) Asse di sinistra. – (2) Asse di destra.

Da un recente esercizio di contabilità della crescita del Bureau of Labor Statistics emergono, tuttavia, differenze fra l'attuale espansione e quella della seconda metà dello scorso decennio: rispetto ad allora lo sviluppo e la diffusione delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione hanno svolto un ruolo meno rilevante. In particolare, nel periodo 2001-05 il contributo medio annuo alla crescita della produttività derivante dall'accumulazione di capitale digitale è sceso a 0,6 punti percentuali, da 0,9 punti nel periodo 1996-2000. Il calo più contenuto del deflatore degli investimenti in computer segnala inoltre, verosimilmente, un più moderato ritmo di innovazione tecnologica in questo settore. La produttività totale dei fattori (PTF) ha, invece, registrato un'accelerazione, crescendo in media dell'1,8 per cento nel periodo 2001-05, a fronte dell'1,1 per cento nel precedente quinquennio. Analisi empiriche a livello settoriale suggeriscono che questa accelerazione potrebbe riflettere l'aumento dell'efficienza nel combinare i fattori produttivi con cui le imprese hanno risposto alla crescente concorrenza; non si può escludere, tuttavia, che la maggiore crescita della PTF sia il risultato di una più intensa accumulazione di capitale intangibile, quale l'addestramento del personale all'utilizzo di macchinari più sofisticati, che sfugge alla rilevazione statistica.

I consumi delle famiglie sono aumentati del 3,2 per cento nel 2006, eccedendo per il quarto anno consecutivo il ritmo di crescita del reddito reale disponibile. Il saggio di risparmio, già negativo nel 2005 (-0,4 per cento), è sceso a -1,0 per cento. Tra la fine del 2005 e la fine del 2006 la ricchezza netta delle famiglie è aumentata dal 573 al 584 per cento del reddito personale disponibile; i maggiori guadagni in conto capitale sulle attività finanziarie hanno, infatti, più che compensato il ridimensionamento di quelli sul patrimonio immobiliare.

Gli investimenti produttivi sono aumentati del 7,2 per cento. L'elevata crescita dei profitti delle società non finanziarie, pari, nella misurazione coerente con i criteri di contabilità nazionale, al 17,6 per cento, ha favorito un ulteriore rafforzamento delle condizioni patrimoniali; il tasso di indebitamento delle società non finanziarie e non agricole, misurato in rapporto al patrimonio netto valutato ai prezzi di mercato, ha continuato a diminuire, collocandosi al 40,3 per cento alla fine del 2006.

I prezzi al consumo sono aumentati del 3,2 per cento nella media del 2006. Al netto dei prodotti alimentari ed energetici, l'inflazione è salita progressivamente da gennaio (2,1 per cento) a settembre (2,9 per cento), per poi scendere al 2,3 per cento nell'aprile scorso. Il rialzo ha riflesso l'accelerazione degli affitti, presumibilmente riconducibile a un mutamento nelle scelte delle famiglie dall'acquisto alla locazione di immobili. Un andamento analogo, ma con variazioni più contenute, ha registrato anche l'inflazione di fondo misurata dal deflatore dei consumi (al netto dei prodotti alimentari e energetici), che non ha superato il 2,4 per cento e nello scorso marzo si attestava al 2,1 (cfr. il capitolo della sezione A: *La congiuntura e le politiche economiche* nella Relazione sull'anno 2004, per un confronto tra i due indici).

Sebbene il tasso di disoccupazione si sia mantenuto su livelli bassi, toccando un minimo del 4,4 per cento nell'ottobre 2006 e nel marzo 2007, non sono ancora emersi chiari segnali di accelerazione del costo del lavoro. L'indice del costo del lavoro (*Employment Cost Index*) degli occupati nel settore privato è aumentato del 2,9 per cento nel 2006 (3,1 nel 2005). Il costo del lavoro nel settore delle imprese non agricole, che, diversamente dal primo, risente di un'eventuale ricomposizione dell'occupazione tra posizioni lavorative caratterizzate da differenti livelli salariali, è aumentato del 4,8 per cento nel 2006 (4,1 nel 2005). L'elevato livello dei margini di profitto - la quota dei profitti sul valore aggiunto lordo nel settore societario era pari al 17,1 per cento nel quarto trimestre del 2006, più elevata di circa 7 punti percentuali rispetto all'avvio dell'attuale ciclo espansivo - potrebbe consentire alle imprese di non scaricare immediatamente sui prezzi un eventuale consistente incremento dei costi.

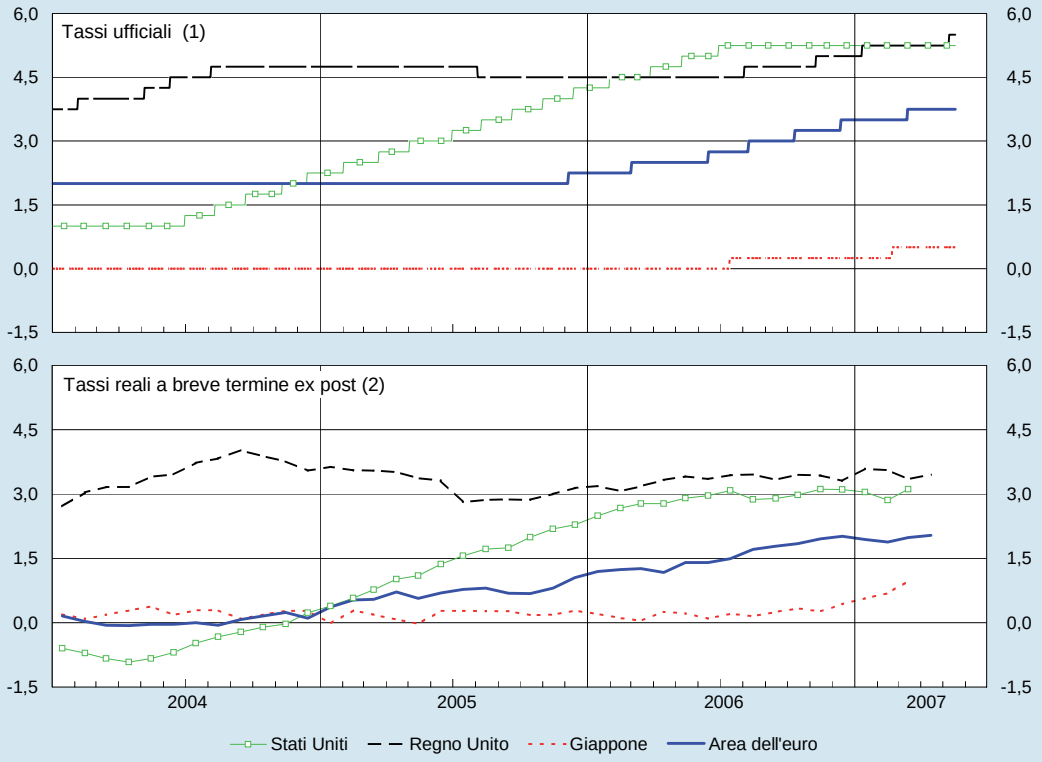
Nella prima metà del 2006 la Riserva federale ha aumentato per quattro volte il tasso obiettivo sui federal funds, in ciascuna occasione di 0,25 punti percentuali, portandolo alla fine di giugno al 5,25 per cento (fig. 1.2). Tra la metà di maggio e la fine di giugno, con l'accentuarsi dei rischi inflazionistici, nei mercati si erano diffuse attese di ulteriori aumenti dei tassi ufficiali nella seconda metà del 2006. Nel comunicato emesso al termine della riunione del Federal Open Market Committee (FOMC) del 30 giugno, tuttavia, la Riserva federale segnalava minori preoccupazioni circa le pressioni sui prezzi da ricondursi al rallentamento in atto dell'attività economica. Le aspettative sull'evoluzione della politica monetaria sono rapidamente mutate e i mercati hanno da allora correttamente anticipato che i tassi di interesse sarebbero rimasti invariati. Più di recente, il 9 maggio scorso, la Riserva federale ha segnalato il rischio che le pressioni inflazionistiche non si attenuino secondo le attese. In base alle quotazioni dei futures, gli operatori non scontano alcuna variazione dei tassi ufficiali nella prossima riunione del FOMC in programma il 27 e il 28 giugno, mentre non escludono una loro riduzione di 25 punti base entro la fine dell'anno.

Il processo di riequilibrio del bilancio federale, avviato nell'esercizio precedente, è proseguito nel 2006. Il disavanzo, che nel 2005 era sceso al 2,6 per cento del PIL (dal 3,6 nel 2004), lo scorso anno si è ridotto all'1,9 per cento. Vi ha contribuito in misura significativa l'elevato incremento del gettito dell'imposta sui redditi delle persone fisiche, pari al 12,6 per cento (14,6 nel 2005). La sostenuta e in parte inattesa dinamica di questa componente delle entrate, che ne ha innalzato l'incidenza sul PIL dal 7,0 all'8,0 per cento tra il 2004 e il 2006, è parzialmente riconducibile al notevole incremento dei guadagni in conto capitale realizzati; vi potrebbe, inoltre, avere contribuito la forte crescita dei redditi più alti, soggetti a più elevate aliquote d'imposta. Lo scorso febbraio l'Amministrazione ha presentato una proposta di bilancio che, nella valutazione

del CBO, consentirebbe di ridurre il disavanzo federale, in misura peraltro contenuta, all'1,6 per cento sia nel 2007 sia nel 2008. In un orizzonte di più lungo periodo, la proposta mira a frenare il cospicuo incremento atteso della spesa sanitaria federale derivante dal programma di assistenza alle persone di età superiore ai 65 anni (*Medicare*), principalmente mediante l'imposizione di un tetto alla dinamica dei prezzi delle prestazioni coperte dal programma. Nella valutazione del CBO, tali misure di contenimento non eviterebbero comunque un forte aumento della spesa federale relativa a *Medicare*, che salirebbe dal 2,9 per cento del PIL nel 2006 a un valore compreso tra il 4,8 e il 6,9 per cento del PIL nel 2050; a legislazione invariata essa raggiungerebbe invece un'incidenza sul PIL compresa tra il 6,3 e l'8,9 per cento.

Figura 1.2

Tassi di interesse ufficiali e tassi reali a breve termine
(valori percentuali)



Fonte: BCE e statistiche nazionali.
(1) Dati giornalieri. Per Stati Uniti: tasso obiettivo sui federal funds; per Giappone: tasso obiettivo sull'overnight sul mercato monetario; per area dell'euro: tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali; per Regno Unito: tasso sulle riserve delle banche commerciali presso la Banca d'Inghilterra, prima del 18 maggio 2006 tasso pronti contro termine. – (2) Dati medi mensili. I tassi di interesse reali sono ottenuti deflazionando quelli nominali con le variazioni nei 12 mesi precedenti dei seguenti indici: per gli Stati Uniti deflatore dei consumi al netto dei beni alimentari e di quelli energetici; per il Regno Unito e per l'area dell'euro indice armonizzato dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari freschi e di quelli energetici; per il Giappone indice dei prezzi al consumo al netto dei beni alimentari freschi.

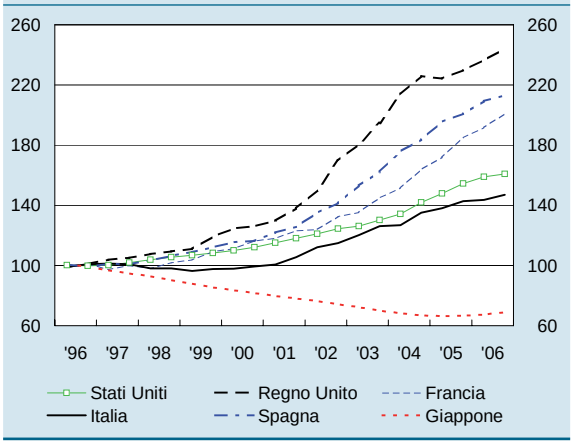
I prezzi delle abitazioni negli Stati Uniti

Nel 2006 negli Stati Uniti è proseguita la tendenza ascendente dei prezzi delle abitazioni: seppure in progressivo rallentamento nel corso dell'anno, i valori immobiliari, depurati delle variazioni dei prezzi al consumo, sono cresciuti del 6 per cento (fig. 1.3). In Francia, Spagna, Regno Unito e Italia, le quotazioni sono aumentate

rispettivamente del 10, del 7, del 6 e del 4 per cento. In Giappone, dopo oltre un decennio di flessione, esse sono tornate a crescere (2,5 per cento). In Germania hanno continuato a diminuire.

Figura 1.3

Prezzi delle abitazioni in termini reali (1)
(dati semestrali; indici: 1996=100)



Fonte: elaborazioni sulla base di statistiche nazionali.
Per i prezzi delle abitazioni: Office of Federal Housing Enterprise Oversight per gli Stati Uniti; Halifax per il Regno Unito; statistiche nazionali per la Francia e la Spagna; Banca d'Italia, sulla base di dati Istat e *Il Consulente Immobiliare*, per l'Italia; Japan Real Estate Institute per il Giappone.
(1) Valori nominali deflazionati con i prezzi al consumo.

Negli Stati Uniti, tra il 2002 e il 2005, l'espansione del mercato immobiliare ha fornito un contributo significativo all'attività economica, sia direttamente, attraverso gli investimenti residenziali, sia indirettamente, sostenendo i consumi delle famiglie. Il forte incremento dei prezzi delle abitazioni nell'ultimo decennio (60 per cento in termini reali) alimenta l'ipotesi che tali valori siano sopravvalutati rispetto alle loro determinanti di fondo e che sia pertanto aumentato il rischio di repentine flessioni dei prezzi, con potenziali ripercussioni sull'attività economica. Confronti fra diverse fasi temporali e fra paesi inducono, tuttavia, a ritenere che questo rischio sia contenuto.

Negli Stati Uniti il disallineamento che risulta dal confronto fra il rapporto di equilibrio tra prezzo delle case e affitti e quello effettivamente osservato (cfr. il capitolo della sezione A: I mercati finanziari e valutari internazionali *nella Relazione sull'anno 2005), pressoché nullo fino al 2004, è aumentato fino al 30 per cento nel 2006; un valore non dissimile si riscontra anche comparando il rapporto osservato tra prezzi e affitti con la sua media storica. Nei primi anni ottanta, quando si era registrata una sopravvalutazione dei valori immobiliari del 20 per cento, e alla metà degli anni novanta, quando questi ultimi erano del 25 per cento inferiori a quelli coerenti con le determinanti di fondo, i disallineamenti si erano, tuttavia, corretti senza brusche variazioni dei prezzi delle abitazioni.*

L'eccesso rispetto ai valori medi storici del rapporto tra prezzi e affitti negli Stati Uniti risulta molto inferiore a quello registrato in Giappone all'inizio degli anni novanta, alla vigilia della caduta dei valori immobiliari, e dello stesso ordine di grandezza di quello riscontrato in Australia e nel Regno Unito alcuni anni fa. In entrambi i paesi, i prezzi delle abitazioni si sono successivamente stabilizzati, senza che si manifestassero effetti negativi sulla dinamica dei consumi. Infine, la sopravvalutazione dei valori immobiliari statunitensi risulta, oggi, meno marcata rispetto ad alcuni paesi europei, quali Spagna e Francia.

Nel 2006, a fronte del rallentamento dei prezzi delle abitazioni, il valore del patrimonio immobiliare delle famiglie statunitensi si è stabilizzato, al 238 per cento del reddito disponibile. Era dalla fine del 1997 che esso registrava aumenti ininterrotti, pari complessivamente a oltre 70 punti percentuali del reddito disponibile. Il rapporto tra debito delle famiglie e reddito disponibile è salito di 5 punti percentuali, al 140 per cento.

Indicazioni rassicuranti circa la solidità patrimoniale delle famiglie statunitensi emergono da analisi relative alla distribuzione del debito per classi di reddito. Come in alcuni paesi europei in cui si segnala una più evidente sopravvalutazione dei valori immobiliari (Regno Unito, Spagna e Svezia), la maggior parte del debito ipotecario è detenuto da famiglie che si collocano nei decili più elevati della distribuzione del reddito, meno vulnerabili, quindi, a eventuali shock avversi.

Un ulteriore elemento rassicurante è rappresentato dalla quota relativamente contenuta dei debiti ipotecari a tasso variabile, pari a circa il 30 per cento dello stock complessivo. Tale valore è uno dei più bassi nel confronto internazionale; riflettendo caratteristiche specifiche dei sistemi finanziari nazionali, tale percentuale risulta, invece, elevata nel Regno Unito (50 per cento) e, soprattutto, in Australia (70), in Italia (83) e in Spagna (oltre il 90).

Dall'avvio della fase di restrizione monetaria, nel giugno 2004, negli Stati Uniti la quota a tasso variabile dei nuovi mutui erogati si è pressoché dimezzata, scendendo nel 2006 a poco più del 20 per cento. Nel 2006, inoltre, l'accensione di nuovi mutui è rallentata (a 1.460 miliardi di dollari, da 1.510 nel 2005) e l'attività di rinegoziazione di mutui ha continuato a ridursi (a 1.360 miliardi di dollari, da 1.510 nel 2005 e una media di 1.920 nel triennio precedente).

Alla tendenza crescente dei valori immobiliari si è accompagnato un progressivo abbassamento dei requisiti per la concessione di mutui ipotecari.

*Negli ultimi anni è aumentata in misura significativa la quota di mutui concessi a famiglie con basso merito di credito (*subprime mortgages*), salita dal 5 per cento del totale nel 2001 al 14 per cento nel 2006; per i due terzi si tratta di mutui a tasso variabile. In questo segmento del mercato i finanziamenti concessi sono di importo elevato rispetto al valore dell'immobile a garanzia e utilizzano formule di ammortamento differito nel tempo, secondo le quali le famiglie iniziano a rimborsare capitale e interessi a distanza di mesi o anni dall'accensione del mutuo. La restrizione monetaria attuata fino al giugno 2006 e l'andamento negativo dell'occupazione in alcuni Stati hanno determinato dalla fine dello scorso anno un aumento delle sofferenze: la quota di debitori* subprime *classificati come inadempienti è cresciuta al 13,3 per cento del totale di questa categoria.*

*L'aumento delle sofferenze ha provocato il dissesto di alcune istituzioni finanziarie non bancarie specializzate nell'erogazione di tali mutui (*originators*). Le ridotte dimensioni del segmento dei mutui* subprime *in rapporto al totale dei mutui in essere ha, tuttavia, contenuto le ripercussioni dei dissesti degli* originators *sul resto del sistema finanziario. Le banche commerciali hanno subito perdite in relazione alla loro esposizione nei confronti degli* originators, *ma tali perdite si sono realizzate in una fase di elevate redditività e capitalizzazione del sistema bancario. Anche gli effetti sul mercato dei mutui ipotecari cartolarizzati (*mortgage-backed securities*) e su quello dei derivati su crediti che utilizzano i mutui* subprime *come garanzia (*collateralised debt obligations*) sono stati marginali.*

Gli effetti macroeconomici del deterioramento delle condizioni del mercato ipotecario subprime *appaiono al momento molto contenuti. Non si può tuttavia escludere che il ricorso a criteri più restrittivi per la concessione dei mutui* subprime *nonché, in prospettiva, l'adozione di una regolamentazione più severa del settore possano deprimere ulteriormente la domanda di abitazioni, protraendo la debolezza degli investimenti residenziali e inducendo una flessione dei prezzi.*

L'economia giapponese

Nel 2006 la crescita in Giappone è salita al 2,2 per cento (1,9 nel 2005), riflettendo l'accelerazione degli investimenti privati e delle esportazioni, particolarmente quelle verso la Cina; gli investimenti fissi privati non residenziali sono aumentati del 7,5 per cento (6,6 nel 2005); quelli residenziali, dopo la flessione del 2005, dell'1,0 per cento.

Nel corso dell'anno il reddito disponibile e i consumi delle famiglie hanno registrato un andamento erratico. Nella media del 2006 i consumi hanno rallentato allo 0,8 per cento (dall'1,6 nel biennio precedente), mentre il reddito disponibile delle famiglie lavoratrici è diminuito dello 0,8 per cento in termini reali, rispetto all'anno precedente.

La crescita dei consumi, seppur debole, è stata sostenuta dall'aumento dell'occupazione complessiva, pari, nella media del 2006, a 260 mila unità (0,4 per cento). Tale incremento, che si è accompagnato a una riduzione del tasso di disoccupazione, al 4,1 per cento (4,4 nel 2005), non si è tuttavia tradotto in un'accelerazione dei salari. Nonostante gli elevati profitti, le imprese hanno infatti continuato a contenere i costi del lavoro, anche traendo beneficio dalla sostituzione dei lavoratori più anziani, che al termine della loro carriera godono di retribuzioni più elevate, con lavoratori giovani, che scontano invece condizioni contrattuali divenute progressivamente meno favorevoli.

Nel primo trimestre dell'anno in corso il prodotto è aumentato del 2,4 per cento in ragione d'anno, beneficiando del consolidamento dei consumi delle famiglie e della forte accelerazione delle esportazioni.

Dopo la prolungata fase di deflazione che ha caratterizzato l'economia giapponese dal 1999, nel corso del 2006 la variazione dell'indice generale dei prezzi al consumo è diventata positiva. La dinamica dei prezzi è stata sostenuta da quella dei prodotti energetici: dopo il picco registrato in agosto, l'inflazione ha ripreso a diminuire; nella media dell'anno si è collocata allo 0,2 per cento (-0,3 nel 2005). All'inizio dell'anno in corso l'inflazione di fondo, che esclude la variazione dei prezzi dei prodotti alimentari freschi, è però tornata negativa (-0,1 per cento in aprile).

Dal marzo 2006 la Banca del Giappone ha abbandonato la strategia di espansione quantitativa della liquidità e ha adottato un nuovo quadro operativo per la politica monetaria, stabilendo quale riferimento un obiettivo sul tasso overnight. Tale tasso, inizialmente fissato a zero, è stato successivamente innalzato, allo 0,25 in luglio e poi allo 0,50 per cento nel febbraio 2007. I tassi d'interesse a tre mesi impliciti nei contratti futures sugli eurodepositi in yen segnalano che gli operatori ritengono probabile un ulteriore aumento dei tassi di riferimento di 25 punti base entro la fine del 2007.

L'assorbimento della liquidità in eccesso alla fine della fase di espansione quantitativa ha determinato una netta contrazione della base monetaria nel 2006 (-20 per cento). L'aggregato ampio di moneta (M2 + CD) ha decelerato allo 0,75 per cento (2 per cento nel 2005), anche per effetto della ricomposizione dei portafogli privati verso attività finanziarie a più lungo termine (prevalentemente fondi d'investimento e titoli del debito pubblico), stimolata dal moderato aumento dei rendimenti. Riflettendo il rafforzamento della domanda di investimenti, il credito bancario al settore privato è aumentato del 2,8 per cento.

Nel 2006 è proseguita l'azione di risanamento dei conti pubblici; l'obiettivo del governo è il raggiungimento di un avanzo primario entro il 2011. In base alle più recenti stime ufficiali, nell'esercizio conclusosi lo scorso marzo il disavanzo pubblico si sarebbe ridotto di 1,5 punti percentuali in rapporto al PIL rispetto all'anno precedente, al 5,3 per cento, anche grazie a un aumento delle entrate superiore alle attese. La manovra di bilancio varata per l'anno in corso prevede un ulteriore incremento delle entrate e un contenimento della spesa pubblica; l'ammontare delle nuove emissioni di titoli del debito pubblico dovrebbe ridursi a 25,4 mila miliardi di yen (4,9 per cento del PIL) e il disavanzo primario allo 0,8 per cento in rapporto al PIL. Secondo le stime della banca centrale, alla fine dello scorso marzo il debito pubblico lordo si collocava al 163,7 per cento del PIL, in lieve diminuzione rispetto a un anno prima.

La UE e il processo di integrazione dei nuovi paesi membri

Il ritmo di espansione dell'Unione europea (UE-25) si è innalzato al 2,9 per cento nel 2006 (dall'1,7 nel 2005), con un rafforzamento della crescita in quasi tutti i paesi. In particolare, nell'area dell'euro l'incremento del prodotto è stato del 2,7 per cento (1,4 nel 2005; cfr. il capitolo 4: *Gli andamenti macroeconomici*).

Nel Regno Unito l'attività economica è cresciuta del 2,8 per cento nel 2006, quasi un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente. L'inflazione, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo, è salita dall'1,8 per cento nel marzo 2006 al 3,1 nel marzo 2007. Per contrastare l'accelerazione dei prezzi, dall'agosto 2006 la Banca d'Inghilterra ha innalzato in quattro occasioni il tasso di riferimento della politica monetaria, portandolo al 5,5 per cento. Nello scorso marzo, poiché l'inflazione è risultata superiore per oltre un punto percentuale all'obiettivo del 2 per cento, è stata attivata, per la prima volta, la procedura che obbliga il Governatore a inviare una lettera pubblica di spiegazione al Cancelliere. Nella valutazione del Governatore, circa la metà del rialzo dell'inflazione è riconducibile all'incremento dei prezzi dell'energia sul mercato interno e di quelli alimentari. Vi hanno inoltre presumibilmente contribuito le politiche di prezzo delle imprese, orientate a ricostituire i propri margini di profitto; indicazioni a sostegno di questa interpretazione provengono dalla quota dei profitti sul prodotto nel settore non energetico, che, dopo essere scesa tra il quarto trimestre del 2004 e il primo del 2006 da 25,2 a 21,6 punti percentuali, nel terzo trimestre del 2006 era risalita a 23,1 punti. Secondo le previsioni della Banca d'Inghilterra, in assenza di un'accelerazione dei salari e con prezzi dell'energia stabili, l'inflazione dovrebbe diminuire nella seconda metà del 2007, fino ad attestarsi in dicembre su valori non discosti dal 2 per cento. In aprile essa ha già registrato una diminuzione, scendendo al 2,8 per cento. Nell'esercizio finanziario 2006-07, conclusosi nel marzo scorso, il fabbisogno complessivo del settore pubblico è sceso al 2,7 per cento circa del PIL (dal 3,0 nel 2005-06).

Nei dieci paesi divenuti membri della UE nel maggio 2004 la crescita è salita nel 2006 al 6 per cento, dal 4,8 nel 2005, un valore superiore di tre punti percentuali a quello dell'area dell'euro (tav. 1.3). L'attività economica è accelerata in quasi tutti i paesi, sospinta dalla domanda interna. L'accumulazione ha continuato a beneficiare dell'afflusso di investimenti diretti dall'estero, mentre i consumi sono stati sostenuti dall'aumento dell'occupazione e dei salari reali, oltre che dalla rapida espansione del credito; sebbene l'aumento delle esportazioni, sospinte anche dalla ripresa dell'area dell'euro, sia risultato superiore a quello, già elevato, registrato nel 2005, il contributo alla crescita del settore estero è stato negativo in quasi tutti i paesi in seguito all'accelerazione delle importazioni.

L'inflazione è aumentata nella generalità dei paesi, riflettendo da un lato la favorevole fase ciclica, dall'altro le modifiche dei prezzi amministrati e delle imposte indirette. La maggior parte delle banche centrali ha reso più restrittive le condizioni monetarie. Nei paesi che partecipano agli Accordi europei di cambio II (AEC II), gli incrementi dei tassi di interesse di riferimento sono stati generalmente in linea con quelli decisi dall'Eurosistema.

Nel 2006, tutti i paesi nuovi membri con l'eccezione di Polonia, Repubblica Ceca e Ungheria, aderivano agli AEC II, insieme alla Danimarca. Dal 1° gennaio 2007 la Slovenia ha adottato l'euro. Le valute partecipanti agli AEC II non hanno registrato tensioni di rilievo nel 2006. Il 16 marzo 2007

la corona slovacca, che dalla metà del 2006 si era rafforzata progressivamente fino a valori prossimi al limite superiore della banda di oscillazione, è stata rivalutata dell'8,5 per cento su richiesta delle autorità slovacche.

Tavola 1.3

Principali indicatori macroeconomici nei paesi nuovi membri della UE
(valori percentuali, salvo diversa indicazione)

PAESI	PIL pro capite (1)	PIL (2)		Tasso di inflazione (3)		Tasso di disoccupazione		Investimenti diretti: flussi in entrata (4)		Saldo corrente della bilancia dei pagamenti (4)	
	2006	1997-2005	2006	1997-2005	2006	1997-2005	2006	1997-2005	2006	1997-2005	2006
Bulgaria	32,5	3,7	6,1	7,3	7,4	15,0	9,0	8,3	16,4	-6,1	-15,8
Cipro	82,0	3,7	3,8	2,7	2,2	4,4	4,7	7,6	8,2	-4,2	-5,9
Estonia	60,3	7,5	11,4	4,7	4,4	10,4	5,9	9,8	9,8	-9,2	-14,8
Lettonia	49,4	7,1	11,9	4,2	6,6	12,1	6,8	4,2	8,1	-8,9	-21,1
Lituania	50,9	6,3	7,5	2,5	3,8	13,2	5,6	3,8	6,0	-7,4	-10,8
Malta	66,3	1,4	2,9	2,8	2,6	7,4	7,4	8,8	27,3	-5,1	-6,3
Polonia	47,6	4,0	5,8	6,3	1,3	16,1	13,8	3,5	4,1	-3,7	-2,9
Repubblica Ceca	70,4	2,4	6,1	3,7	2,1	7,9	7,1	7,3	4,2	-4,6	-4,2
Romania	33,3	2,0	7,7	29,3	6,6	6,9	7,4	4,6	9,4	-6,3	-10,4
Slovacchia	55,8	3,7	8,3	7,2	4,3	17,2	13,4	5,3	7,5	-6,1	-7,8
Slovenia	77,5	3,9	5,2	6,5	2,5	6,7	6,0	2,1	1,0	-1,2	-2,5
Ungheria	58,7	4,5	3,9	9,0	4,0	7,1	7,5	5,2	9,4	-6,9	-5,6
Per memoria:											
Area dell'euro (5)	97,9	2,3	2,7	1,9	2,2	9,1	7,9	2,7	2,2	..	0,1

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat, Commissione Europea e FMI.
(1) In percentuale della media UE-15; valori alle parità dei poteri d'acquisto standard (PPS). – (2) Tassi di crescita medi annui. – (3) Variazione annua dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo; per Bulgaria e Romania a partire dal 1998. – (4) In rapporto al PIL; i dati per l'area dell'euro si riferiscono al periodo 1999-2006. – (5) Area dell'euro: comprensiva di 11 paesi fino al 2000, 12 dal 2001 al 2006.

L'andamento delle politiche di bilancio nel 2006 è stato prociclico: nonostante la vivace crescita dell'economia e l'incremento delle entrate il disavanzo pubblico si è ampliato in molti paesi, raggiungendo il 10 per cento del PIL in Ungheria e aumentando in misura significativa in Lettonia, Lituania e Slovacchia. Attualmente, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia e Ungheria si trovano in una situazione di disavanzo eccessivo.

Solo alcuni paesi prevedono un orientamento più restrittivo della politica di bilancio nel 2007; in particolare, l'Ungheria ha l'obiettivo di ridurre il deficit di 3 punti percentuali al di sotto del 7 per cento del PIL e la Slovacchia prevede di farlo scendere sotto il 3 per cento. Cipro e Malta hanno avanzato richiesta affinché venga valutato dalla UE il grado della loro convergenza economica, ai fini di un'eventuale adozione della moneta unica. Alla metà di maggio la Banca centrale europea e la Commissione hanno reso pubblici i rispettivi rapporti sulla situazione della convergenza dei due paesi che verranno presi in esame, per una decisione finale, dal Consiglio europeo di giugno e da quello Ecofin di luglio.

Dallo scorso 1° gennaio, anche la Bulgaria e la Romania sono entrate a far parte della UE, completando così il processo di allargamento avviato nel maggio 2004. Nel 2006 entrambi i paesi hanno registrato una crescita superiore a quella del 2005, so-

spinta principalmente dai consumi e dagli investimenti. L'inflazione è stata superiore al 5 per cento nel 2006, ma dovrebbe ridursi per effetto dell'azione restrittiva delle politiche monetarie. Il livello del debito pubblico in rapporto al PIL si mantiene basso e l'aumento delle entrate ha consentito, nel caso della Bulgaria, di conseguire un avanzo di bilancio.

Il processo di integrazione dei nuovi paesi membri nella UE ne ha influenzato gli andamenti economici. Nel decennio sono stati compiuti significativi progressi nella convergenza nominale e reale verso le economie più avanzate della UE-15 e si è realizzato un elevato grado di integrazione commerciale tra le due aree, mentre i sistemi bancari e finanziari dei nuovi Stati membri si sono ammodernati. Tra il 1997 e il 2006, la crescita media del PIL nei 12 nuovi Stati membri (UE-12) è stata pari al 4 per cento, contro il 2,3 nei paesi della UE-15. Il divario con le economie dell'Europa occidentale rimane tuttavia ampio: nel 2006 nei paesi della UE-12 il PIL pro capite risultava ancora inferiore al 50 per cento di quello medio della UE-15. Nel 2006 l'interscambio commerciale dei paesi della UE-12, misurato come somma di importazioni ed esportazioni, avveniva per i tre quarti all'interno della UE e rappresentava quasi il 74 per cento del prodotto dei nuovi paesi membri (54 per cento nel 1999).

La forte crescita economica ha determinato, nella maggioranza di questi paesi, aumenti dei disavanzi correnti, finanziati quasi interamente dagli afflussi di investimenti diretti esteri, che hanno costituito un fattore determinante del processo di modernizzazione dei nuovi stati membri (tav. 1.3). In alcuni paesi, in particolare in quelli baltici, anche i flussi di capitale bancari hanno contribuito in misura significativa a finanziare lo squilibrio esterno. La crescita delle passività delle banche nei confronti dei non residenti è il risultato dello sviluppo di un sistema dominato da banche estere, quasi tutte originarie dell'area dell'euro. Gli afflussi di fondi bancari hanno sospinto il credito, di cui hanno beneficiato anche le famiglie nella forma di credito al consumo e di mutui per l'acquisto di abitazioni.

Le principali economie emergenti

Cina. – Nel 2006 il tasso di crescita è stato del 10,7 per cento (10,4 nel 2005). L'attività produttiva ha continuato a trarre impulso dagli investimenti e dalle esportazioni.

Nonostante le misure restrittive adottate dalle autorità monetarie nel corso dell'anno, gli investimenti fissi nelle aree urbane, pari all'85 per cento del totale, sono aumentati del 24,5 per cento in termini nominali (27,2 nel 2005), beneficiando dell'espansione dei profitti delle imprese (31 per cento).

Nel triennio 2004-06 gli investimenti in capitale fisso nelle aree urbane sono cresciuti alla media annua del 27 per cento in termini nominali; gli incrementi più elevati si sono registrati in settori caratterizzati da una forte espansione del prodotto, come quello estrattivo, delle costruzioni, il comparto dei servizi alberghieri e di ristorazione e quelli manifatturieri maggiormente legati alle esportazioni (tessile, abbigliamento e calzature) e all'attività di investimento (macchinari e mezzi di trasporto).

In quasi tutti i settori una quota maggioritaria (e crescente) della spesa per investimenti è autofinanziata. Dall'inizio degli anni ottanta il peso dei finanziamenti pubblici si è drasticamente ridotto, dal 28,1 per cento del totale nel 1981 al 4,4 nel 2005; nello stesso periodo, l'autofinanziamento è aumentato dal 55,4 al 74,1 per cento del totale, mentre il ruolo del credito e dei capitali esteri è rimasto nel complesso limitato, pari nel 2005 al 17,3 e al 4,2 per cento, rispettivamente (tav. 1.4).

La quota straordinariamente elevata dell'autofinanziamento è riconducibile, da un lato, allo scarso sviluppo del mercato dei capitali e alla difficoltà di accesso al credito bancario da parte delle imprese private, soprattutto quelle di piccole e medie dimensioni; dall'altro, al fatto che, in seguito alla riforma fiscale del 1994, i profitti realizzati dalle imprese di proprietà pubblica non sono stati più distribuiti sotto forma di dividendi. I guadagni di efficienza ottenuti negli ultimi anni anche nel settore pubblico hanno determinato un notevole aumento dei profitti, la cui mancata distribuzione si è progressivamente tradotta in una quota elevata e crescente di risparmio delle imprese: secondo stime recenti della Banca Mondiale, tale quota nel 2005 avrebbe raggiunto il 20 per cento del PIL, a fronte del 16 attribuibile alle famiglie.

Tavola 1.4

Cina: fonti di finanziamento degli investimenti fissi

ANNI	Fondi statali	Prestiti interni	Capitali esteri (1)	Fondi propri e altro
		in percentuale del totale		
1981	28,1	12,7	3,8	55,4
1990	8,7	19,6	6,3	65,4
2000	6,4	20,3	5,1	68,2
2005	4,4	17,3	4,2	74,1

Fonte: National Bureau of Statistics of China, *China Statistical Yearbook 2006*.
(1) Include prestiti concessi da governi, banche e istituzioni finanziarie esteri; fondi raccolti tramite il collocamento di obbligazioni e azioni sui mercati esteri; credito all'esportazione e investimenti diretti dall'estero.

Nell'ultimo triennio la People's Bank of China (PBC) ha drenato liquidità anche con l'obiettivo di contenere la dinamica del credito (accelerato al 15,2 per cento nel 2006, dal 13,3 nell'anno precedente) e, di riflesso, quella degli investimenti. La PBC ha fatto ricorso in misura rilevante alle operazioni di mercato aperto, soprattutto per sterilizzare gli effetti dell'intensa accumulazione di riserve valutarie, all'aumento dei tassi di interesse sui prestiti bancari a un anno e all'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria.

Nel periodo 2004-06, a fronte di una crescita della moneta (misurata dall'aggregato M2) pari in media al 16 per cento annuo, il coefficiente di riserva obbligatoria è stato aumentato in otto occasioni, fino all'11,5 per cento nel maggio 2007 (dal 7,0 per cento all'inizio del 2004); il tasso sui prestiti bancari a un anno è salito dal 5,31 al 6,57 per cento.

L'efficacia dell'azione della PBC è però limitata dall'elevato livello di riserve detenute presso di essa dalle banche: il loro livello effettivo si è sempre mantenuto molto al di sopra di quello obbligatorio, riducendo la necessità delle istituzioni finanziarie di reperire fondi sul mercato monetario.

Nel 2006 i consumi delle famiglie, pari a circa il 40 per cento del PIL, hanno continuato a espandersi a un ritmo inferiore a quello del prodotto (7,2 per cento in termini reali, secondo le stime dell'FMI). Si è ancora ampliato il divario di reddito tra aree rurali e urbane: secondo le stime dell'istituto di statistica cinese, il reddito disponibile delle famiglie rurali è cresciuto del 7,4 per cento in termini reali, a fronte di un aumento del 10,4 per quelle urbane. Il divaricamento nella dinamica dei redditi sospinge i flussi migratori dalle campagne alle città: secondo le valutazioni del governo, nel corso del 2006 nelle aree urbane sono stati creati 11,8 milioni di posti di lavoro, a fronte dei circa 25 milioni che sarebbero stati necessari ad assorbire la nuova manodopera.

Nonostante il sostenuto aumento della moneta e del credito bancario, l'inflazione al consumo è rimasta contenuta, pari all'1,5 per cento nella media del 2006; all'inizio

dell'anno in corso, l'accelerazione dei prezzi dei prodotti alimentari ha spinto l'inflazione al 3,3 per cento.

Nel 2006 il settore estero ha continuato a fornire un notevole contributo alla crescita: a fronte di un aumento delle esportazioni del 27,2 per cento in termini nominali (28,5 nel 2005), le importazioni sono cresciute del 19,7 per cento (17,6 nel 2005); l'avanzo commerciale si è ampliato a 218 miliardi di dollari (8 per cento del PIL), 84 miliardi in più rispetto al 2005. Gli afflussi di investimenti diretti dall'estero si sono mantenuti elevati, a 78,1 miliardi di dollari. Le persistenti pressioni all'apprezzamento del renmimbi hanno dato luogo a un ulteriore massiccio accumulo di riserve valutarie (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, le bilance dei pagamenti e i mercati valutari e finanziari*).

Nel primo trimestre del 2007 il prodotto ha registrato un'ulteriore accelerazione, all'11,1 per cento rispetto al periodo corrispondente del 2006; l'avanzo commerciale, pari a 46 miliardi di dollari, è raddoppiato rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

India. – Nel 2006 l'economia indiana, in rapido sviluppo dal 2003, ha registrato un tasso di crescita del 9,2 per cento. L'attività produttiva, pur traendo ancora principale impulso dal settore terziario (cresciuto del 9,3 per cento), ha beneficiato anche dell'accelerazione di quello manifatturiero (al 10,7 per cento, dall'8,8 nel 2005).

Negli anni novanta, con l'avvio di una seconda fase di riforme di liberalizzazione economica, il tasso di crescita della produttività del lavoro in India è aumentato. L'incremento sarebbe riconducibile in misura prevalente all'accelerazione della produttività totale dei fattori (PTF), anche per effetto di una più efficiente allocazione settoriale del lavoro, in particolare nel settore agricolo e nei servizi, mentre l'accumulazione di capitale fisico avrebbe fornito un maggiore contributo nel settore industriale. Nel periodo 1993-2004 la crescita media del prodotto per addetto (4,6 per cento) sarebbe attribuibile per la metà (2,3 punti percentuali) alla dinamica della PTF, per il quaranta per cento (1,8 punti) all'accumulazione di capitale fisico e per il resto a quella di capitale umano.

Le economie della Cina e dell'India mostrano differenze significative sotto il profilo strutturale. Fino al 2003 l'India è stata caratterizzata da un tasso di accumulazione relativamente modesto: nel periodo 1981-2002 il ritmo di crescita medio annuo degli investimenti in capitale fisso è stato pari al 6,5 per cento in termini reali, circa la metà di quello registrato nello stesso periodo in Cina. Nel 2006 gli investimenti fissi in India rappresentavano il 29 per cento del PIL, a fronte del 48 in Cina. Anche la capacità di attrarre investimenti diretti dall'estero è stata finora limitata, pari, nel complesso dell'ultimo quinquennio, ad appena 35 miliardi di dollari, circa la metà di quelli che affluiscono in un solo anno in Cina. Secondo le valutazioni della Banca Mondiale, le carenze infrastrutturali e l'onerosità delle procedure burocratiche costituirebbero i principali ostacoli all'attività di investimento in India.

L'economia indiana appare assai più arretrata rispetto a quella cinese anche dal punto di vista dei principali indicatori di sviluppo umano. A fronte di un tasso di natalità molto più elevato di quello cinese, in India la speranza di vita alla nascita è assai minore (64 anni, a fronte di 71 in Cina; tav. 1.5); il tasso di alfabetizzazione della popolazione femminile adulta (48 per cento) è tra i più bassi al mondo, mentre in Cina (87 per cento) esso è comparabile a quello di economie molto più avanzate. La povertà è molto più diffusa in India: la percentuale della popolazione che vive con meno di un dollaro al giorno è pari al 35 per cento in India, a fronte del 17 in Cina. Anche a causa del permanere di discriminazioni legate al sesso e al sistema delle caste, il tasso di partecipazione al mercato del lavoro in India è molto basso, pari al 54 per cento per gli uomini e al 15 per cento per le donne nelle aree urbane; al contrario in Cina la partecipazione maschile raggiunge il 90 per cento e quella femminile l'80.

Tavola 1.5

India e Cina: principali indicatori di sviluppo umano
(ultimo dato disponibile)

VOCI	India	Cina
Popolazione (miliardi di unità)	1,1	1,3
Rapporto tra popolazione non in età da lavoro e popolazione in età da lavoro (1)	0,6	0,4
Tasso di fertilità (numero di nascite per donna)	2,9	1,8
Speranza di vita alla nascita (anni)	63,5	71,4
donne	*64,3*	*73,3*
uomini	*62,3*	*69,7*
Tasso di alfabetizzazione in percentuale della popolazione con più di 15 anni	61,0	90,9
donne	*47,8*	*86,5*
uomini	*73,4*	*95,1*
Tasso di alfabetizzazione in percentuale della popolazione tra 15 e 24 anni	76,4	98,9
donne	*67,7*	*98,5*
uomini	*84,2*	*99,2*
Tasso di povertà (in percentuale della popolazione totale) (2)	34,7	16,6
Popolazione rurale (in percentuale della popolazione totale)	71,5	60,4

Fonte: Banca Mondiale, *World Development Indicators 2006*.
(1) Rapporto tra la somma della popolazione in età compresa tra zero e 14 anni e quella con più di 65 anni e la popolazione in età compresa tra 15 e 64 anni. – (2) Percentuale della popolazione che vive con meno di un dollaro al giorno, misurato alle parità dei poteri d'acquisto.

Nel 2006, la domanda estera ha continuato a fornire impulso all'attività produttiva, in particolare nel comparto dei servizi alle imprese e in quello delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione. Secondo le stime dell'FMI, lo scorso anno il volume complessivo delle esportazioni di servizi sarebbe cresciuto del 19,0 per cento in termini reali, contro il 6,5 di quelle di beni.

Il rapido sviluppo dell'attività produttiva e quello, ancora più sostenuto, della domanda interna, hanno impresso pressioni al rialzo sui prezzi: lo scorso febbraio il tasso di inflazione è risultato pari al 7,6 per cento. Per contrastare il surriscaldamento dell'economia e contenere l'espansione del credito le autorità monetarie hanno aumentato a più riprese il tasso pronti contro termine, portandolo al 7,5 per cento in marzo, 100 punti base in più rispetto a un anno prima.

La crescita sostenuta, inducendo un notevole incremento delle entrate fiscali, ha favorito un miglioramento dei conti pubblici, rendendo possibile il raggiungimento degli obiettivi fissati dal governo. Secondo stime ufficiali, nell'anno fiscale 2006-07, terminato lo scorso marzo, il disavanzo pubblico sarebbe diminuito al 6,6 per cento in rapporto al PIL, dal 7,5 nell'anno precedente, e quello primario allo 0,9 per cento, dall'1,6 nel 2005-06. Il debito pubblico sarebbe sceso al 78,6 per cento del PIL, circa un punto in meno rispetto all'anno fiscale precedente.

2. IL COMMERCIO INTERNAZIONALE, LE BILANCE DEI PAGAMENTI E I MERCATI VALUTARI E FINANZIARI

Nel 2006 il commercio internazionale di beni e servizi ha continuato a espandersi a ritmi sostenuti. Il dinamismo delle economie dell'Asia ha fornito un importante impulso allo sviluppo degli scambi e, in un contesto caratterizzato da ridotti margini di capacità produttiva inutilizzata, ha contribuito a spingere verso l'alto i prezzi del petrolio e delle altre materie di base.

Gli squilibri nei conti con l'estero si sono ancora ampliati, nonostante l'effetto di contenimento derivante dal rallentamento della domanda interna degli Stati Uniti e dall'accelerazione di quelle del Giappone e dell'area dell'euro. L'andamento delle ragioni di scambio ha continuato a favorire i paesi esportatori di petrolio e di altre materie prime. Le ulteriori risorse sono state impiegate, in misura maggiore rispetto agli anni precedenti, al sostegno della domanda interna. Sono rimasti comunque elevati i flussi di fondi che da questi paesi si sono riversati sui mercati internazionali; ciò ha contribuito a finanziare agevolmente il disavanzo di parte corrente degli Stati Uniti, pari a quasi il 2 per cento del prodotto mondiale.

Le autorità della Cina e dei paesi esportatori di petrolio hanno contrastato le pressioni all'apprezzamento delle rispettive valute nei confronti del dollaro attraverso ingenti accumuli di riserve. Fra il gennaio del 2006 e la fine della seconda decade di maggio del 2007 la valuta statunitense si è deprezzata in termini effettivi del 6 per cento, come risultato di andamenti molto difformi nei confronti delle principali valute; in particolare il dollaro si è indebolito del 12 per cento rispetto all'euro ed è rimasto pressoché invariato rispetto allo yen.

I mercati finanziari hanno continuato a essere caratterizzati da bassa variabilità e da prezzi tendenzialmente crescenti. L'emergere di incertezze sull'evoluzione futura delle politiche monetarie, in particolare negli Stati Uniti, ha però generato turbolenze che hanno investito principalmente i mercati azionari, soprattutto nei paesi emergenti. Queste turbolenze, seppur di breve durata, hanno mostrato che, via via che le condizioni monetarie divengono meno accomodanti, i mercati possono reagire bruscamente anche a shock di modesta entità.

Il commercio internazionale e gli investimenti diretti

Nel 2006 gli scambi mondiali di beni e servizi si sono espansi di circa il 9 per cento a prezzi costanti (7,4 nel 2005), segnando un'accelerazione superiore a quella del prodotto, in parte dovuta alla ripresa degli investimenti che attivano in misura elevata domanda estera.

Il maggior impulso è venuto dai paesi emergenti e in via di sviluppo, le cui importazioni si sono accresciute del 15 per cento (12,1 nel 2005), trainate dal dinamismo della domanda nelle economie asiatiche. Anche nel complesso dei paesi avanzati il ritmo di sviluppo delle importazioni è aumentato (al 7,4 per cento, dal 6,1 nel 2005), sostenuto dall'elevata espansione dei flussi nell'area dell'euro (7,8 per cento, da 5,2) che ha più che compensato il lieve rallentamento negli Stati Uniti (5,8 per cento, da 6,1).

Le esportazioni dei paesi emergenti dell'Asia, e in particolare quelle della Cina, hanno continuato a crescere a ritmi nettamente superiori ai flussi delle altre regioni. Anche le vendite all'estero delle principali economie avanzate sono risultate molto dinamiche, grazie all'impulso derivante dalla ripresa della domanda mondiale di beni di investimento; quelle degli Stati Uniti (cresciute dell'8,9 per cento) e del Giappone (9,6 per cento) hanno beneficiato anche del deprezzamento delle rispettive valute.

Nell'ultimo quadriennio il processo di integrazione internazionale dei mercati dei beni e dei servizi si è ulteriormente rafforzato: il tasso di crescita medio annuo dell'interscambio commerciale mondiale, salito già negli anni novanta al 6,5 per cento, un valore doppio rispetto a quello del prodotto, dal 2003 è stato pari al 9,1 per cento. Tra il 1990 e il 2006 il valore degli scambi internazionali in rapporto al prodotto (valutato alle parità dei poteri d'acquisto) è salito dal 32 al 44 per cento.

Un impulso rilevante allo sviluppo del commercio è provenuto dal suo estendersi alle economie emergenti che hanno beneficiato di ampie misure di liberalizzazione. Nel decennio in corso le importazioni di questi paesi hanno contribuito per oltre un terzo alla crescita dell'interscambio mondiale, raddoppiando il proprio apporto rispetto agli anni novanta. Queste tendenze si dovrebbero ancora accentuare tenendo conto che alcuni paesi importanti, primo fra tutti l'India, sono relativamente chiusi.

I paesi emergenti, che fino agli anni ottanta esportavano soprattutto materie prime, hanno notevolmente rafforzato la propria capacità produttiva nel settore dei manufatti. Espressa a valori correnti, la loro quota sulle esportazioni mondiali di tali beni, mantenutasi pressoché costante al 20 per cento fino all'inizio degli anni novanta, è progressivamente aumentata, raggiungendo il 33 per cento nel 2005 (tav. 2.1). Dal 2000 la sua crescita è attribuibile principalmente alla forte espansione delle esportazioni della Cina, la cui quota sui flussi mondiali è salita dal 4,9 al 10,1 per cento.

Le pressioni concorrenziali dei paesi emergenti si sono manifestate dapprima prevalentemente nei comparti dei beni di consumo maturi (in particolare, tessile e abbigliamento) nella cui produzione si utilizza in misura più intensa lavoro non qualificato e non sono necessari elevati investimenti in capitale fisico e in innovazione tecnologica. Dagli anni novanta esse si sono via via estese anche ai settori a più elevata intensità di capitale e a contenuto tecnologico medio-alto: tra il 1990 e il 2002 la quota di mercato detenuta dai paesi emergenti sul complesso delle importazioni dei paesi industriali è salita dall'11 al 26 per cento nell'insieme dell'industria automobilistica e degli altri comparti della meccanica; nel settore dei prodotti elettronici e delle telecomunicazioni si concentra ormai il 36 per cento delle esportazioni di questi paesi, dal 26 nel 1990.

L'integrazione internazionale rimane, invece, scarsa per i prodotti agricoli a causa delle elevate barriere commerciali ancora presenti anche nei paesi industriali, sotto forma di dazi e limiti quantitativi alle importazioni e sussidi ai produttori nazionali. Tali barriere sono sopravvissute agli esiti dell'ultimo round di liberalizzazione multilaterale del commercio concluso nel 1994 (Uruguay Round) e la loro riduzione è oggetto di profonda controversia nei negoziati in corso (Doha Round).

Tavola 2.1

Quote dei paesi industriali ed emergenti sulle esportazioni mondiali di manufatti
(valori percentuali; flussi in dollari)

ESPORTATORI	1980	1985	1990	1995	2000	2005
Paesi industriali	**81,4**	**80,5**	**82,5**	**78,0**	**73,4**	**66,7**
Giappone	11,3	14,5	11,8	11,9	10,1	7,9
Stati Uniti	13,1	12,8	12,5	12,7	14,5	10,5
UE-15 (1)	50,8	45,8	51,7	47,0	42,5	42,9
Paesi emergenti e in via di sviluppo (2)	**18,6**	**19,5**	**17,5**	**22,0**	**26,6**	**33,3**
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia	4,7	6,7	7,4	8,6	8,5	7,7
ASEAN-4 (3)	0,6	1,0	1,9	3,8	4,5	3,8
Cina	0,8	0,9	1,9	3,5	4,9	10,1
India	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8	1,0
Altri paesi	12,0	10,5	5,7	5,5	7,9	10,7
Totale	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**

Fonte: elaborazioni su dati OMC.
(1) Include le esportazioni intra-europee. – (2) Include i paesi di recente industrializzazione dell'Asia. – (3) Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia.

L'affermarsi delle opportunità di crescita delle economie emergenti, combinate con la disponibilità di lavoro qualificato a costi contenuti, ha favorito il cospicuo aumento degli investimenti diretti esteri (IDE) verso quelle economie. A fronte di flussi mondiali di IDE passati da 100 miliardi di dollari all'anno nella media degli anni ottanta a quasi 1.000 nel decennio in corso, quelli destinati ai paesi emergenti sono aumentati di 14 volte, raggiungendo quasi la metà del totale nel 2006 (tav. 2.2). L'espansione degli IDE è stata particolarmente intensa nei paesi dell'Europa centrale e orientale, grazie alle accresciute prospettive di integrazione commerciale e finanziaria con la UE, e in Cina che nell'ultimo biennio ha assorbito 70 miliardi all'anno.

Tavola 2.2

Afflussi di investimenti diretti esteri per paese e area di destinazione (1)
(flussi medi annui in miliardi di dollari)

PAESI	1980-89	1990-94	1995-99	2000-04	2005	2006
Paesi industriali (2)	**72,3**	**130,5**	**404,5**	**564,5**	**508,3**	**762,3**
Giappone	0,2	1,4	3,9	7,6	2,8	-8,2
Stati Uniti	33,7	37,2	140,9	144,7	99,4	177,3
UE-15	28,6	75,2	221,8	349,3	387,9	510,7
Paesi emergenti e in via di sviluppo (3)	**21,6**	**70,5**	**202,4**	**261,1**	**408,0**	**468,1**
America latina	7,4	18,6	72,2	79,9	103,7	99,0
di cui: *Argentina*	*0,6*	*3,0*	*10,6*	*4,1*	*4,7*	*3,3*
Brasile	*1,7*	*1,5*	*18,3*	*20,0*	*15,1*	*14,8*
Messico	*2,4*	*5,4*	*11,5*	*19,2*	*18,1*	*16,5*
Asia	11,5	40,1	96,4	122,6	189,9	212,9
di cui: *Cina*	*1,6*	*16,0*	*42,1*	*50,9*	*72,4*	*70,0*
Corea del Sud	*0,3*	*0,8*	*4,1*	*5,4*	*7,2*	*0,5*
Hong Kong	*2,1*	*4,6*	*13,5*	*28,6*	*35,9*	*41,4*
India	*0,1*	*0,4*	*2,6*	*4,9*	*6,6*	*9,5*
Singapore	*1,9*	*5,2*	*11,8*	*12,9*	*20,1*	*3,9*
Paesi dell'Europa centrale e orientale ed ex URSS (4)	0,3	7,1	24,4	42,7	83,4	117,5
Totale	**93,9**	**201,1**	**606,9**	**825,6**	**916,3**	**1.230,4**

Fonte: elaborazioni su dati UNCTAD, *World Investment Report*.
(1) Al netto dei disinvestimenti. – (2) Include Israele. – (3) Include i paesi di recente industrializzazione dell'Asia. – (4) Include Cipro, Slovenia e Turchia.

Le consistenze degli IDE, pari nel 1985 ad appena il 7 per cento del prodotto mondiale, ammontano oggi a circa 10.000 miliardi di dollari che ne rappresentano il 23 per cento. All'aumento del peso delle imprese transnazionali sull'attività economica mondiale hanno contribuito anche le nuove tecnologie, che hanno reso possibile frammentare la produzione in molteplici fasi che possono essere svolte in diverse località in modo da trarre vantaggio da differenze nei costi tra paesi e da economie di scala nella produzione. Secondo stime dell'UNCTAD, nel 2005 le affiliate estere di imprese transnazionali impiegavano circa 60 milioni di lavoratori generando il 10 per cento del prodotto e delle esportazioni mondiali. In Cina il commercio di beni è dominato dall'attività delle imprese di proprietà estera che nel 2006 hanno prodotto il 40 per cento delle esportazioni del paese.

Gli IDE comportano solitamente, oltre al trasferimento di risorse finanziarie, anche quello di tecnologia e di risorse organizzative e manageriali dal paese investitore: essi rappresentano pertanto uno dei più importanti canali indiretti di diffusione dell'innovazione tecnologica dai paesi avanzati a quelli meno sviluppati. Anche l'attività di produzione dell'innovazione tende sempre più a delocalizzarsi internazionalmente; stime dell'UNCTAD indicano che circa il 16 per cento della spesa complessiva del settore privato in attività di ricerca e sviluppo viene effettuato presso consociate estere di imprese transnazionali, a fronte dell'11 per cento di dieci anni fa. Questo processo ha consentito ad alcune economie di recente industrializzazione quali la Corea del Sud e Taiwan di sviluppare una loro significativa capacità di innovazione.

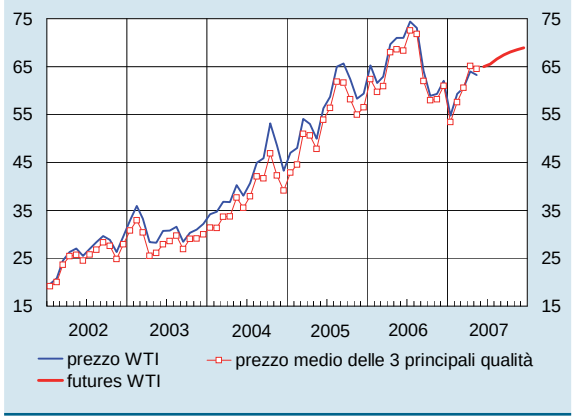
I prezzi delle materie di base

Nel 2006 il mercato del petrolio ha continuato a essere caratterizzato da forti tensioni. Il prezzo del greggio (media delle tre principali qualità) è cresciuto del 20 per cento nella media dell'anno, salendo a 64,3 dollari al barile (53,4 nel 2005; fig. 2.1). Dall'inizio della fase ascendente avviatasi nel 2003 l'aumento delle quotazioni è stato del 140 per cento circa in termini nominali, del 130 in termini reali.

Gli incrementi e l'elevata variabilità dei prezzi del petrolio registrati nella prima parte del 2006 sono riconducibili, come nell'anno precedente, alla persistente rigidità dell'offerta, che ha reso le quotazioni molto reattive anche a shock di piccole dimensioni; dopo i consistenti rincari nei mesi di aprile e di luglio scorsi, le quotazioni hanno toccato il 7 agosto il massimo storico di 75,6 dollari. Nella restante parte del 2006 fino al gennaio scorso l'allentamento delle tensioni internazionali e la debolezza della domanda nelle principali economie avanzate, riflesso principalmente di condizioni climatiche eccezionalmente miti nell'emisfero settentrionale, hanno favorito una temporanea discesa dei prezzi, fino a livelli vicini ai 50 dollari.

Figura 2.1

Petrolio: quotazioni a pronti e futures (1)
(dollari al barile)



Fonte: FMI e Thomson Financial Datastream.
(1) Per i prezzi a pronti, dati medi mensili; i dati relativi a maggio 2007 si basano solamente sui primi 22 giorni del mese. Per i futures, quotazioni del 22 maggio. Le tre principali qualità sono Brent, Dubai e WTI.

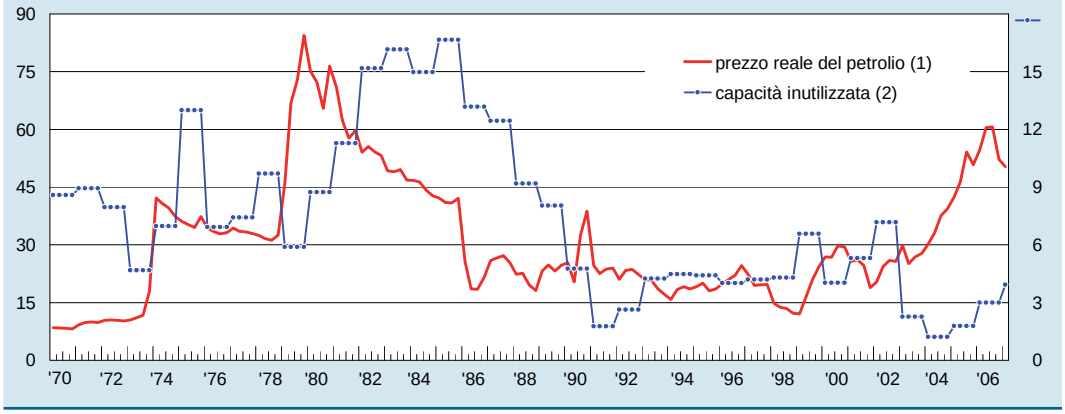
Da febbraio i prezzi hanno ripreso a salire; vi hanno concorso, dappri-

ma, il rafforzamento della domanda nei principali paesi industriali e gli effetti dei tagli alla produzione precedentemente decisi dal cartello dell'OPEC (per complessivi 1,7 milioni di barili al giorno, pari al 2 per cento della domanda mondiale) e, successivamente, l'inasprirsi delle tensioni in Iran e Nigeria. Sulla base delle indicazioni desumibili dai contratti futures sulla qualità WTI quotati sul mercato NYMEX il 22 maggio scorso, i prezzi, pari allora a 64,9 dollari, salirebbero nel dicembre 2007 a 68,9 dollari.

Il livello, ancora basso nel confronto storico, dei margini di capacità produttiva inutilizzata dei principali paesi dell'OPEC costituisce il principale fattore di rigidità dell'offerta petrolifera nel breve periodo (fig. 2.2). Il lieve incremento dei margini registrato nel 2006 non appare sufficiente ad allentare le tensioni sui prezzi anche perché è da ricondursi soprattutto alla riduzione della produzione attuata dall'OPEC piuttosto che a un ampliamento della capacità produttiva. Anche nel medio termine non appare probabile un miglioramento significativo delle condizioni di fondo del mercato. Sebbene i recenti rialzi delle quotazioni abbiano stimolato una ripresa degli investimenti, l'elevata concentrazione geografica delle risorse petrolifere più facilmente estraibili, il contesto non favorevole agli investimenti diretti in alcune importanti aree produttrici (in particolare, Nigeria, Russia e Venezuela) e l'ampio lasso di tempo necessario ad avviare l'attività di estrazione nei nuovi giacimenti costituiscono ostacoli strutturali all'ampliamento della capacità produttiva.

Figura 2.2

Prezzo del petrolio in termini reali e margini di capacità inutilizzata dei paesi dell'OPEC
(dati trimestrali)



Fonte: FMI e OCSE.
(1) Rapporto tra la quotazione media in dollari delle tre principali qualità di greggio e l'indice (anno base 2000=1) dei prezzi al consumo del G7, espressi in dollari. Scala di sinistra. – (2) In percentuale della domanda mondiale di petrolio. Scala di destra.

I prezzi delle materie prime non energetiche, in notevole aumento anche nel 2006 (28,4 per cento), hanno raggiunto valori superiori di quasi il 70 per cento a quelli del 2003. L'incremento ha continuato a riflettere soprattutto quello della componente dei metalli (che pesa per circa il 30 per cento sull'indice complessivo), i cui prezzi sono molto sensibili al ciclo economico. Il loro rincaro, pari al 56,5 per cento nel 2006, è riconducibile soprattutto all'aumento della domanda, in particolare da parte della Cina.

I prezzi dei beni alimentari e quelli dei prodotti agricoli non alimentari, rimasti sostanzialmente invariati nel 2005, lo scorso anno sono aumentati del 9,9 e del 10,1 per cento, rispettivamente, sospinti da limitazioni temporanee dell'offerta (le scorte di grano hanno toccato il valore minimo degli ultimi ventisei anni a causa del cattivo

andamento dei raccolti) in un contesto di elevata espansione della domanda di colture (tra cui il mais e la soia) utilizzabili come biomasse per la produzione di combustibili.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti e i tassi di cambio

Nel 2006 gli squilibri nelle bilance dei pagamenti di parte corrente si sono ulteriormente ampliati, nonostante la riduzione dei divari di crescita della domanda interna fra le principali aree industrializzate. Il rincaro del petrolio ha sospinto gli avanzi dei paesi esportatori di fonti di energia e determinato l'ulteriore deterioramento del disavanzo degli Stati Uniti. Il surplus corrente della Cina è aumentato in misura consistente.

Il saldo negativo del conto corrente degli Stati Uniti è salito a 857 miliardi di dollari (6,5 per cento del PIL), da 792 nel 2005 (tav. 2.3). Il peggioramento del disavanzo commerciale (836 miliardi, da 783 nel 2005) è da ascriversi pressoché interamente all'incremento degli esborsi per importazioni petrolifere; al netto di questi ultimi, il deficit si è leggermente ridotto in rapporto al PIL, beneficiando dell'ampliamento del differenziale positivo di crescita tra le quantità esportate e quelle importate. Il saldo dei redditi da capitale, positivo fino al 2005 nonostante l'elevata posizione debitoria netta sull'estero del paese, è divenuto leggermente negativo.

Il disavanzo corrente statunitense ha continuato a essere finanziato prevalentemente da afflussi di capitali privati dall'estero, saliti a 1.464 miliardi di dollari, da 1.013 nel 2005 (tav. 2.4). Dal 2001 questi sono per la maggior parte costituiti da acquisti di titoli obbligazionari; il netto aumento, registrato lo scorso anno, di quelli di obbligazioni societarie a più elevato rendimento e rischiosità può implicare una maggiore vulnerabilità a mutamenti repentini della fiducia degli investitori. Gli afflussi facenti capo ad autorità ufficiali estere, che si erano quasi dimezzati nel 2005, hanno ripreso a espandersi a ritmi elevati (300 miliardi).

Secondo le valutazioni dell'FMI, alla fine del 2006 l'incidenza sul prodotto della posizione debitoria netta degli Stati Uniti dovrebbe essere rimasta sostanzialmente invariata rispetto al 2005 (20,4 per cento). Come nei precedenti quattro anni, il deterioramento dovuto al disavanzo corrente sarebbe stato compensato dagli effetti positivi derivanti dalla variazione del controvalore in dollari delle attività e delle passività sull'estero; in particolare, nel 2006 il deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro avrebbe favorito una rivalutazione delle attività detenute dai residenti, che sono per circa il 20 per cento denominate nella valuta europea.

All'espansione dell'attivo corrente del complesso delle economie dell'Asia, a 541 miliardi di dollari, ha contribuito soprattutto la Cina, il cui surplus è salito a 250 miliardi (9,5 per cento del PIL). L'avanzo dei paesi dell'ASEAN-4 (Filippine, Indonesia, Malaysia e Thailandia) è triplicato (43 miliardi), mentre quello del Giappone è rimasto sostanzialmente invariato (170 miliardi).

Il surplus dei principali paesi esportatori di petrolio è passato a 437 miliardi di dollari, da 368 nel 2005; è nettamente aumentata, rispetto agli anni precedenti, l'intensità con cui questi paesi hanno utilizzato i maggiori ricavi petroliferi per innalzare il loro livello di consumi e investimenti (*respending*): il rapporto tra la variazione delle importazioni di soli beni e quella degli introiti petroliferi è infatti salito, nell'insieme di questi paesi, dal 54 per cento del 2005 al 120 del 2006 (tav. 2.5); l'aumento è stato particolarmente elevato per Messico, Norvegia e Russia.

Tavola 2.3

Saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti e flussi di riserve valutarie

VOCI	Saldo di conto corrente				Flussi di riserve valutarie	
	2005		2006		2005	2006 (1)
	in miliardi di dollari	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari	in percentuale del PIL	in miliardi di dollari	in miliardi di dollari
Area dell'euro (2)	**-2,0**	**..**	**-5,9**	**-0,1**	**-27,3**	**12,3**
Giappone	**165,8**	**3,6**	**170,4**	**3,9**	**0,4**	**45,4**
Stati Uniti	**-791,5**	**-6,4**	**-856,7**	**-6,5**	**-21,8**	**0,8**
Asia	**247,5**	**4,8**	**370,3**	**6,2**	**234,8**	**382,7**
Paesi di recente industrializzazione dell'Asia (3)	79,8	5,6	87,0	5,6	15,6	58,0
Corea del sud	*15,0*	*1,9*	*6,1*	*0,7*	*11,3*	*28,6*
Hong Kong	*20,3*	*11,4*	*19,4*	*10,2*	*0,7*	*8,9*
Singapore	*28,6*	*24,5*	*36,4*	*27,5*	*3,6*	*20,5*
Taiwan	*16,0*	*4,6*	*25,2*	*7,1*	*....*	*....*
ASEAN-4	14,8	2,1	43,4	4,8	6,8	38,9
Filippine	*2,4*	*1,8*	*5,0*	*3,1*	*2,8*	*4,1*
Indonesia	*0,3*	*0,1*	*9,6*	*2,6*	*-2,0*	*7,9*
Malaysia	*20,0*	*15,2*	*25,5*	*15,8*	*4,0*	*12,3*
Thailandia	*-7,9*	*-4,5*	*3,2*	*1,6*	*2,0*	*14,6*
India	-7,9	-1,0	-10,1	-1,1	5,3	38,8
Cina	160,8	7,2	249,9	9,5	207,0	247,0
Paesi esportatori di petrolio	**367,9**	**11,3**	**437,0**	**11,3**	**112,9**	**212,9**
OPEC (4)	242,2	17,0	287,9	16,9	45,3	81,1
Algeria	*21,2*	*20,7*	*27,9*	*24,4*	*13,1*	*21,6*
Arabia Saudita	*90,8*	*29,3*	*95,5*	*27,4*	*-0,8*	*1,0*
Emirati Arabi Uniti	*20,5*	*15,8*	*27,4*	*16,3*	*2,5*	*6,6*
Indonesia	*0,3*	*0,1*	*9,6*	*2,6*	*-2,0*	*7,9*
Iran	*14,0*	*7,4*	*14,3*	*6,7*	*....*	*....*
Kuwait	*32,7*	*40,5*	*41,4*	*43,1*	*0,6*	*3,7*
Libia	*17,3*	*41,6*	*24,4*	*48,5*	*13,8*	*19,8*
Nigeria	*9,1*	*9,2*	*14,1*	*12,2*	*11,3*	*14,2*
Qatar	*10,7*	*25,2*	*6,1*	*11,6*	*1,1*	*0,8*
Venezuela	*25,5*	*17,8*	*27,2*	*15,0*	*5,5*	*5,5*
Messico	-4,9	-0,6	-1,5	-0,2	9,9	2,2
Norvegia	46,7	15,5	56,1	16,7	2,7	9,9
Russia	83,8	11,0	94,5	9,6	55,1	119,7

Fonte: FMI e statistiche nazionali.
(1) Nigeria primi undici mesi. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi. – (3) I flussi di riserve valutarie escludono Taiwan. – (4) L'aggregato OPEC non include l'Iraq. I flussi di riserve valutarie escludono l'Iran.

Tavola 2.4

Bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti: afflussi di capitali da parte di non residenti (1)
(miliardi di dollari)

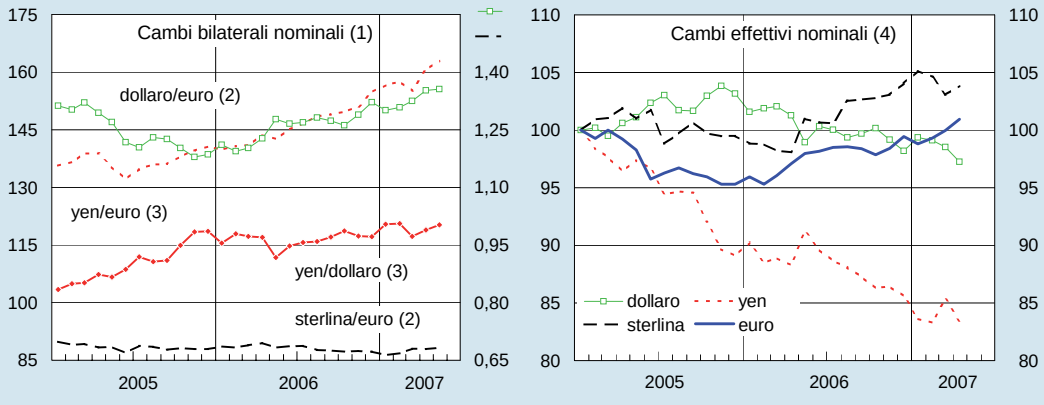
VOCI	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Totale	**782,9**	**797,8**	**864,8**	**1.450,2**	**1.212,2**	**1.764,9**
Per tipo di flusso						
Investimenti diretti	167,0	84,4	64,0	133,2	109,8	183,6
Investimenti di portafoglio	428,3	427,6	520,3	766,2	908,5	939,6
di cui: *azioni*	*121,5*	*54,1*	*34,0*	*61,8*	*86,6*	*119,8*
titoli di debito	*306,9*	*373,5*	*486,3*	*704,4*	*821,9*	*819,8*
Altri investimenti	187,5	285,8	280,5	550,9	193,9	641,7
Per tipo di investitore estero						
Afflussi di capitali da investitori privati	754,8	681,9	586,5	1.062,4	1.012,8	1.464,4
Afflussi di capitali da autorità ufficiali	28,1	115,9	278,3	387,8	199,5	300,5
Per memoria:						
Saldo del conto corrente	-389,0	-472,4	-527,5	-665,3	-791,5	-856,7
Saldo del conto capitale	-1,3	-1,5	-3,3	-2,3	-4,4	-3,9
Saldo del conto finanziario (2)	400,2	503,2	538,4	582,4	785,4	719,1
Investimenti diretti	24,7	-70,1	-85,9	-111,0	100,7	-65,3
Investimenti di portafoglio	337,7	379,0	373,6	619,6	728,4	661,9
Altri investimenti	42,8	197,9	249,2	70,9	-57,8	120,1
Variazione delle riserve	-4,9	-3,7	1,5	2,8	14,1	2,4
Errori e omissioni	-10,0	-29,3	-7,5	85,1	10,4	141,4

Fonte: Bureau of Economic Analysis.
(1) Al netto dei disinvestimenti. – (2) Afflussi netti da parte di non residenti meno deflussi netti da residenti.

L'andamento del dollaro nei confronti del renminbi, delle valute dei principali paesi esportatori di petrolio e dello yen non ha favorito il riassorbimento degli squilibri. Nel 2006 la valuta statunitense si è indebolita in termini effettivi nominali del 5 per cento (fig. 2.3). Il dollaro, tuttavia, si è deprezzato in misura molto contenuta nei confronti della moneta cinese (3 per cento) e di quelle dei principali paesi esportatori di petrolio.

Figura 2.3

Tassi di cambio delle principali valute
(dati medi mensili)



Fonte: Banca d'Italia e BCE.
(1) Unità della prima valuta per una unità della seconda; i dati relativi a maggio 2007 si basano solamente sui primi 18 giorni del mese. – (2) Scala di destra. – (3) Scala di sinistra. – (4) Indici: gennaio 2005=100. Un aumento indica un apprezzamento.

Tavola 2.5

Indicatori di intensità di *respending* per i principali paesi esportatori di petrolio (1)

PAESI	Rapporto fra la variazione delle importazioni totali di beni e la variazione delle esportazioni di petrolio				
	1978-81	1979-81	2003-06		
				di cui:	
				2005	2006
Algeria	0,30	0,21	0,26	0,14	0,17
Arabia Saudita	0,25	0,17	0,38	0,26	0,80
Emirati Arabi Uniti	0,68	0,62	1,37	1,02	1,36
Iran	0,29	-0,25	0,91	0,23	1,77
Kuwait	0,38	0,53	0,24	0,25	0,20
Libia	2,10	1,60	0,19	0,19	0,26
Messico	1,53	1,41	3,60	3,04	4,74
Nigeria	1,58	2,16	0,46	0,45	0,83
Norvegia	0,73	1,63	1,22	0,62	2,65
Qatar	0,29	0,29	0,62	0,39	-0,80
Russia	0,98	0,68	0,95	0,72	1,22
Venezuela	0,20	0,09	0,51	0,44	0,82
Totale	**0,62**	**0,53**	**0,78**	**0,54**	**1,20**
Per memoria:					
Totale escluso il Messico	0,52	0,45	0,64	0,44	0,99
Totale escluso il Messico e incluse le esportazioni di gas naturale della Russia	....	....	0,61	0,42	0,90

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati FMI.
(1) Esclusa l'Indonesia.

La Cina ha continuato a contrastare le spinte all'apprezzamento del tasso di cambio accumulando riserve a un ritmo crescente, 247 miliardi di dollari nel 2006 (tav. 2.3), circa 40 miliardi in più rispetto all'aumento medio dei due anni precedenti; le riserve valutarie hanno raggiunto un livello pari a 1.069 miliardi alla fine dello scorso anno. Il ritmo di accumulazione delle riserve è accelerato anche nei paesi esportatori di petrolio; nel 2006 queste sono salite a 752 miliardi. Il dollaro è rimasto sostanzialmente invariato anche nei confronti dello yen; in termini effettivi nominali, la valuta giapponese si è deprezzata del 3,9 per cento, per le massicce vendite, a pronti e a termine, legate a operazioni di tipo *carry trade* (cfr. il riquadro: *Le operazioni finanziarie di* carry trade *e il loro recente impatto sul cambio dello yen*, in *Bollettino Economico*, n. 48, 2007, p. 11).

Nel biennio 2004-05 la banca centrale della Cina aveva impiegato 60 miliardi di dollari delle riserve ufficiali per interventi di ricapitalizzazione delle banche commerciali; alla fine del primo trimestre del 2007 i crediti in sofferenza di questo settore ammontavano ancora a oltre 160 miliardi di dollari, pari al 7 per cento del totale dei prestiti (contro circa il 25 per cento all'inizio del 2004). Il 18 maggio 2007 le autorità cinesi hanno ampliato la banda di oscillazione del renminbi nei confronti del dollaro, da ±0,3 a ±0,5 per cento attorno alla parità centrale, fissata al valore di chiusura del giorno precedente; contestualmente, hanno innalzato dal 5 al 10 per cento le imposte sulle esportazioni di alcuni beni, tra cui l'acciaio, allo scopo di rallentarne l'espansione.

Il deprezzamento del dollaro osservato nel 2006 è stato, invece, marcato nei confronti dell'euro e della sterlina, pari al 10,4 e al 12,2 per cento, rispettivamente. Vi ha contribuito la diminuzione dei differenziali d'interesse a breve termine attesi tra gli Stati Uniti e i paesi europei, da collegarsi anche alla riduzione dei divari di crescita.

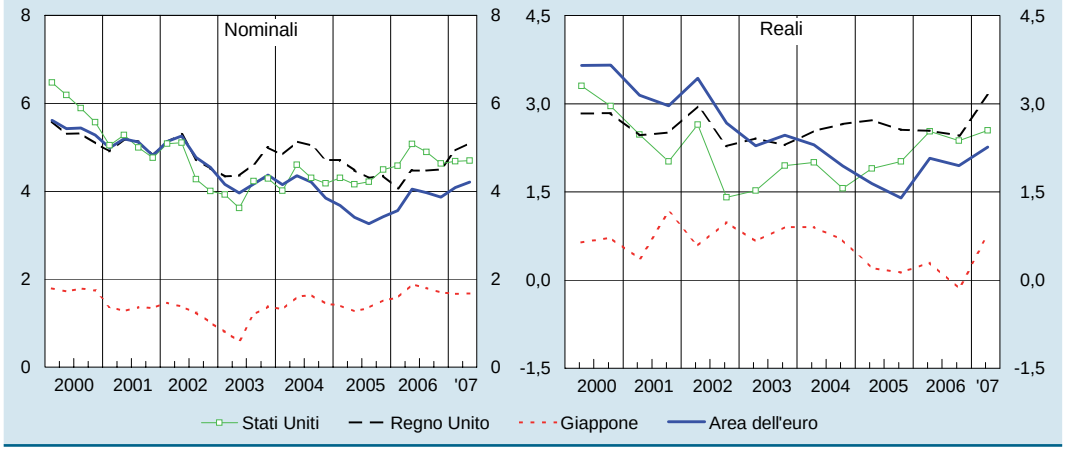
Lo scorso 13 aprile, nel comunicato emesso al termine degli incontri di Washington, i Ministri delle finanze e i Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Sette hanno ribadito la necessità di una maggiore flessibilità dei tassi di cambio dei paesi emergenti con ampi e crescenti surplus commerciali, soprattutto della Cina, al fine di favorire l'aggiustamento degli squilibri nei conti con l'estero delle principali aree (cfr. il capitolo 3: *La cooperazione economica internazionale*).

I mercati finanziari

Negli Stati Uniti, i rendimenti delle obbligazioni pubbliche decennali, che dalla metà del 2004 avevano oscillato su livelli di poco inferiori al 4,5 per cento, hanno preso a salire dall'inizio del 2006, fino al 5,2 per cento in giugno. L'aumento ha riflesso un forte rialzo dei premi richiesti dagli investitori a fronte della crescente incertezza circa la congiuntura statunitense; vi avrebbe contribuito anche una diminuzione degli acquisti di titoli statunitensi a lunga scadenza da parte di non residenti. In particolare, tra la metà di maggio e la fine di giugno, l'emergere di attese di rialzi dei tassi ufficiali anche nel secondo semestre del 2006 ha determinato un repentino aumento della variabilità dei corsi obbligazionari. Le tensioni, che hanno investito anche i mercati azionari internazionali, si sono allentate dalla fine di giugno quando la Riserva federale ha segnalato che il rallentamento dell'economia avrebbe contenuto le pressioni sui prezzi, lasciando intendere che la fase di rialzo dei tassi ufficiali era prossima a concludersi. Da allora i tassi d'interesse a lungo termine sono scesi e, dalla fine di agosto, sono tornati a oscillare in un intervallo compreso tra il 4,5 e il 4,8 per cento (fig. 2.4).

Figura 2.4

Tassi di interesse nominali e reali a lungo termine (1)
(valori percentuali)



Fonte: statistiche nazionali e BCE.
(1) Rendimenti dei titoli di Stato decennali. Per l'area dell'euro, media ponderata (con gli stocks nominali di titoli) dei rendimenti nazionali. Dati medi trimestrali per i tassi nominali (i dati del II trimestre 2007 sono aggiornati sino al 18 maggio); dati medi di aprile e ottobre per i tassi reali. Questi ultimi sono calcolati con le aspettative d'inflazione al consumo di *Consensus Forecasts* sull'orizzonte 6 - 10 anni (per il Giappone 4 anni).

I corrispondenti rendimenti a indicizzazione reale, pari al 2 per cento all'inizio del 2006, sono aumentati fino al 2,6 alla fine di giugno; successivamente, sono scesi gradualmente fino ad attestarsi attorno al 2,3 per cento alla fine della seconda decade di maggio dell'anno in corso. Corretti per le aspettative di inflazione di lungo periodo desunte da *Consensus Forecasts*, i tassi d'interesse a 10 anni hanno mostrato un anda-

mento analogo, salendo dal 2 al 2,5 per cento tra l'ottobre del 2005 e l'aprile del 2006 e scendendo lievemente nei mesi successivi (fig. 2.4).

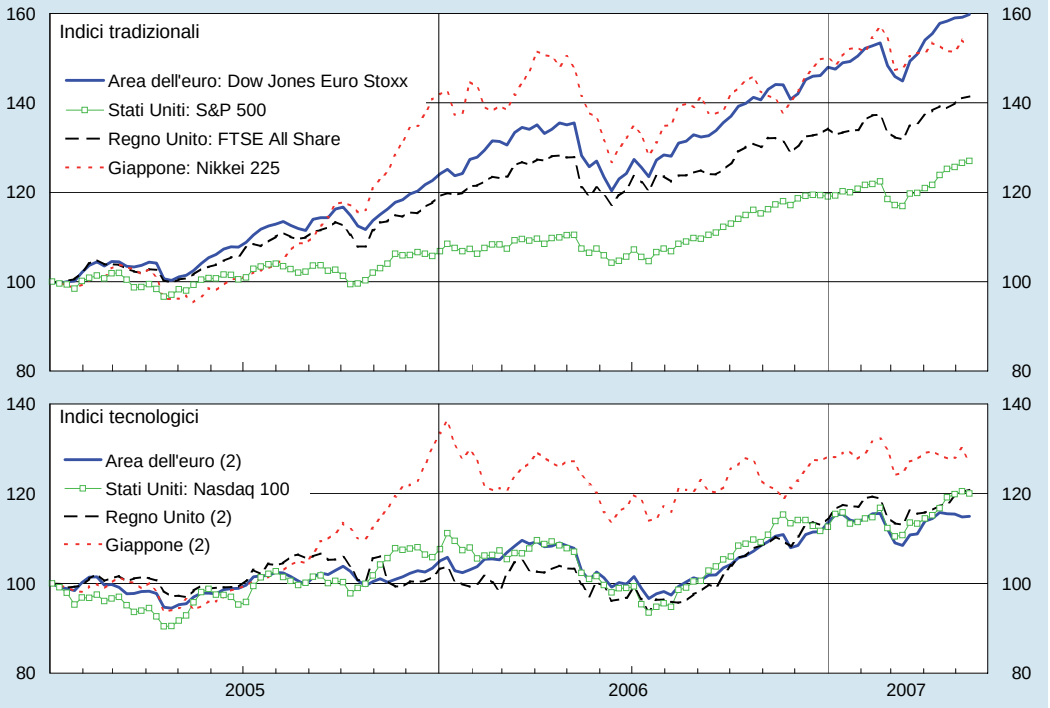
Il differenziale d'interesse sulle lunghe scadenze fra gli Stati Uniti e l'area dell'euro è rimasto invariato nella prima metà del 2006, attorno a 1,1 punti percentuali; da allora esso si è gradualmente ridotto, fino a 0,5 punti nel maggio di quest'anno, anche in virtù dell'accelerazione dell'attività economica nell'area dell'euro (cfr. il capitolo 6: *La politica monetaria comune*). L'analogo differenziale con il Regno Unito ha avuto un andamento simile, oscillando attorno a 0,4 punti percentuali nella prima metà del 2006 e riducendosi fino a divenire negativo nei mesi successivi, per le attese di restrizione delle condizioni monetarie da parte della Banca d'Inghilterra. In Giappone i rendimenti, pari all'1,5 per cento dallo scorcio del 2005, sono saliti rapidamente fino a quasi il 2 per cento nel maggio del 2006, riflettendo le aspettative di una inversione in senso restrittivo dell'orientamento della politica monetaria; dalla fine di agosto si sono attestati su valori leggermente più bassi.

Anche nel 2006 i premi per il rischio sulle obbligazioni private statunitensi si sono mantenuti su valori bassi nel confronto storico, di poco superiori ai minimi raggiunti alla fine del 2004. Per le imprese con elevato merito di credito il differenziale di rendimento rispetto ai titoli del Tesoro decennali si è attestato attorno a 1,3 punti percentuali; quello per i titoli high yield a 3,5 punti. Tali differenziali hanno risentito in misura contenuta delle turbolenze che hanno investito i mercati finanziari tra maggio e giugno del 2006 e, più di recente, tra febbraio e marzo di quest'anno. I corsi delle obbligazioni private sono stati sostenuti dagli elevati utili, correnti e attesi, delle imprese.

Figura 2.5

Indici azionari (1)

(dati medi settimanali; indici: 1° settimana di gennaio 2005=100)



Fonte: Thomson Financial Datastream.
(1) L'ultimo dato disponibile è quello della settimana terminante il 18 maggio 2007. – (2) Indice del settore tecnologico costruito da Thomson Financial Datastream.

La vigorosa crescita degli utili ha sospinto anche i listini azionari. Tra l'inizio del 2006 e la fine della seconda decade di maggio di quest'anno negli Stati Uniti l'indice Standard & Poor's 500 è aumentato del 20 per cento; nell'area dell'euro e nel Regno Unito, gli indici Dow Jones Euro Stoxx e FTSE All Share sono aumentati del 30 e del 20 per cento, rispettivamente (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*). In Giappone l'indice Nikkei 225, dopo i forti rialzi osservati nel 2005 (pari al 40 per cento), dall'inizio del 2006 ha segnato un guadagno più modesto, pari al 9 per cento (fig. 2.5). I rapporti tra corsi azionari e utili correnti negli Stati Uniti e nell'area dell'euro sono rimasti pressoché invariati; alla fine della seconda decade di maggio si collocavano, rispettivamente, a 18 e a 16, valori prossimi a quelli medi degli ultimi venti anni.

Cali marcati, seppure temporanei, delle quotazioni azionarie si sono registrati tra la metà di maggio e la fine di giugno del 2006 negli Stati Uniti, nell'area dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito, con perdite comprese tra il 6 e il 16 per cento; alla fine di febbraio del 2007 nuove turbolenze sono state innescate da una brusca caduta della borsa di Shanghai e dalle preoccupazioni per un rallentamento dell'economia statunitense, anche in relazione al deterioramento del mercato dei mutui ipotecari concessi a famiglie con basso merito di credito (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*).

Nel 2006 i volumi scambiati nei mercati organizzati dei derivati hanno segnato una crescita sostenuta, proseguendo una tendenza avviatasi nel 2001. I valori nozionali delle opzioni sono complessivamente saliti del 24 per cento (31 per cento nel 2005), quelli dei futures del 19 per cento (14 per cento nel 2005). Le consistenze di tali contratti hanno raggiunto, rispettivamente, i 44.800 e i 25.700 miliardi di dollari, valori tre volte superiori a quelli del 2001. L'accentuarsi delle incertezze circa le decisioni della Riserva federale e della Banca del Giappone nel secondo trimestre dello scorso anno hanno favorito un incremento della domanda di futures e di opzioni sui tassi di interesse, che costituiscono circa il 90 per cento del valore nozionale dei contratti in essere.

È ancora aumentato il ricorso a strumenti derivati che consentono il trasferimento del rischio di credito. Secondo i dati dell'International Swaps and Derivatives Association il valore nozionale dei credit default swap in essere sui mercati over-the-counter è raddoppiato anche nel 2006, come nel 2005, superando i 34.000 miliardi di dollari (era pari ad appena 1.560 miliardi nel 2001). Nella riunione dello scorso marzo il Financial Stability Forum (FSF) ha sottolineato come la diffusione di tali strumenti abbia facilitato la gestione e la diversificazione dei rischi di credito, anche se permangono dubbi circa il funzionamento di questi mercati nell'eventualità di turbolenze. Il FSF ha inoltre esortato gli operatori a rafforzare le infrastrutture operative, a migliorarne la trasparenza e a potenziare le procedure di stress testing.

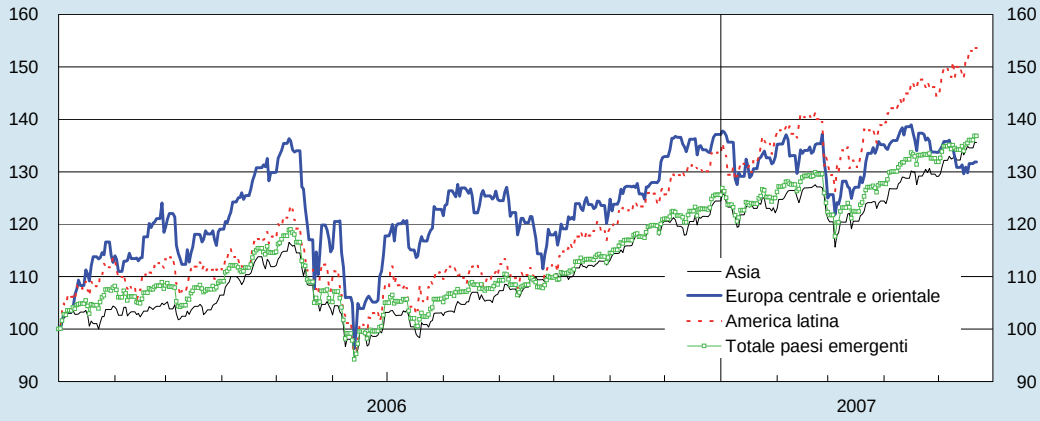
Nel corso del 2006 le condizioni finanziarie nei principali paesi emergenti sono rimaste complessivamente distese. I premi per il rischio, misurati dal differenziale di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense, hanno continuato a diminuire, scendendo da 2,4 punti percentuali a 1,7 alla fine dell'anno, per l'insieme delle economie emergenti. Il fenomeno ha interessato in particolare l'America latina, dove i differenziali sono diminuiti da 2,7 a 1,8 punti percentuali, e l'Asia (da 2,2 a 1,3 punti). Le quotazioni azionarie hanno segnato rialzi di oltre il 20 per cento in tutte le aree emergenti (fig. 2.6). Nei primi mesi del 2007 le condizioni finanziarie sono rimaste favorevoli; dopo una temporanea e contenuta fase

di correzione a fine febbraio, i premi al rischio si sono attestati su livelli storicamente bassi mentre i corsi azionari hanno complessivamente registrato rialzi di oltre il 9 per cento dall'inizio anno.

Tra maggio e giugno del 2006 una flessione degli indici di borsa ha investito, in particolare, i mercati che avevano registrato i maggiori guadagni nel 2005 (Argentina, Colombia, India, Perù, Polonia, Russia, Turchia e Ungheria). Molte valute si sono deprezzate nei confronti del dollaro e dell'euro, soprattutto quelle dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale. Dalla metà di giugno, i corsi azionari hanno generalmente ripreso a crescere; tuttavia, gli investitori hanno continuato a penalizzare i mercati di alcuni paesi caratterizzati da elevati disavanzi delle partite correnti e fortemente dipendenti dagli afflussi di portafoglio per finanziarli (Ungheria e Turchia).

Figura 2.6

Indici azionari delle economie emergenti (1)
(dati giornalieri; indici: 1° gennaio 2006=100)



Fonte: Morgan Stanley.
(1) L'ultimo dato disponibile è del 21 maggio 2007.

A differenza di quanto avvenuto in precedenti episodi, le turbolenze si sono trasmesse solo marginalmente al comparto dei titoli obbligazionari in valuta emessi sui mercati internazionali. Vi ha contribuito il rafforzamento delle condizioni di fondo delle economie emergenti, con i progressi significativi conseguiti per quanto riguarda i saldi di bilancio pubblico e delle partite correnti e l'incidenza dell'indebitamento sul prodotto.

Le emissioni obbligazionarie nei paesi emergenti

Nel 2006 gli afflussi di capitali privati nei paesi emergenti, al netto dei deflussi dei residenti, sono stati pari a 256 miliardi di dollari, come nel 2005 e ben al di sopra dei livelli precedenti la crisi asiatica della seconda metà degli anni novanta; il contributo predominante è venuto dagli investimenti diretti, che nella media dell'ultimo biennio si sono collocati su valori mai registrati in passato (circa 270 miliardi).

Negli ultimi anni, le emissioni obbligazionarie di debitori sovrani in valuta locale sui mercati nazionali sono aumentate in misura significativamente maggiore rispetto

alle emissioni internazionali in valuta. È altresì diminuita la quota di titoli del debito pubblico interno indicizzati al tasso di cambio. Si è così ridotta l'esposizione di questi paesi al rischio di cambio.

Nel 2006, per la prima volta negli ultimi cinque anni, le emissioni lorde di titoli obbligazionari sovrani in valuta sui mercati internazionali sono diminuite. Il Fondo monetario internazionale (FMI) stima, inoltre, che i governi abbiano effettuato operazioni di riacquisto di tali titoli per circa 23 miliardi di dollari. Hanno continuato a crescere, invece, le emissioni di obbligazioni societarie (125 miliardi), che nel 2006 hanno rappresentato più del 70 per cento di quelle complessive dei paesi emergenti sui mercati internazionali (dal 50 per cento circa nel 2005).

Le emissioni obbligazionarie in valuta locale sui mercati nazionali sono state nel 2005, secondo i dati della Banca dei regolamenti internazionali, pari a 660 miliardi di dollari, rispetto ai quasi 230 del 1995; nella prima metà del 2006 esse sono state pari a 315 miliardi. A giugno del 2006 le consistenze di questi titoli ammontavano a oltre 4.400 miliardi (1.100 circa nel 1995); il 70 per cento circa era rappresentato da titoli di debitori sovrani (fig. 2.7). Complessivamente oltre il 60 per cento dei titoli circolanti faceva riferimento a economie dell'Asia.

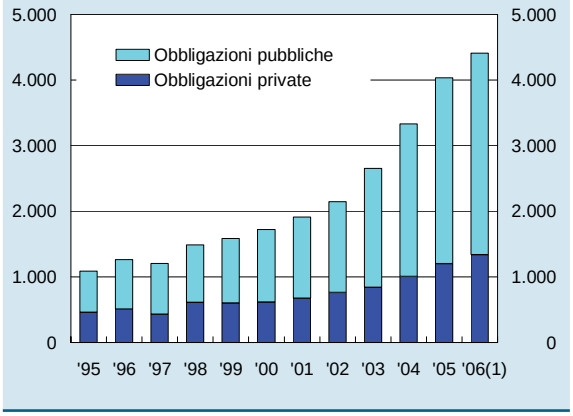
Vari fattori sembrano aver reso possibile il significativo aumento delle emissioni di titoli in valuta locale nei paesi emergenti. Secondo i risultati di un'analisi econometrica, condotta su un campione di mercati emergenti fra il 1999 e il 2005, la domanda di obbligazioni sovrane denominate in valuta locale dipenderebbe positivamente da: un favorevole quadro istituzionale e regolamentare; politiche macroeconomiche che riducano la variabilità dell'inflazione e il livello del debito pubblico; la dimensione del mercato interno potenziale per tali titoli (approssimata dal livello del PIL reale); lo spessore dei mercati finanziari (misurato dal grado di intermediazione creditizia). Dal lato dell'offerta si riscontra che le emissioni in valuta locale, a parità di altre condizioni, tenderebbero ad aumentare al crescere del costo del finanziamento sui mercati internazionali (misurato dal differenziale di rendimento rispetto agli equivalenti titoli emessi dalle economie avanzate).

L'evidenza attualmente disponibile sembra suggerire che i non residenti rappresentano una piccola, ma crescente, quota della base di investitori in titoli in valuta locale emessi dai paesi emergenti: istituzioni finanziarie e investitori istituzionali dei paesi industriali hanno acquistato obbligazioni denominate nelle valute nazionali di questi paesi per aumentare la diversificazione dei propri portafogli, particolarmente nei paesi dell'Europa centrale e orientale. Tuttavia, una esatta quantificazione di questo fenomeno è difficile, in ragione del crescente ricorso, da parte degli investitori stranieri, a strumenti finanziari derivati in luogo dell'acquisto diretto di titoli. Questa tendenza, insieme con le emissioni in valuta nazionale realizzate da alcuni paesi emergenti sui mercati internazionali, segnala una riduzione della

Figura 2.7

Consistenze di titoli obbligazionari in valuta locale nei mercati nazionali

(in miliardi di dollari)



Fonte: Banca dei regolamenti internazionali.
(1) Dato disponibile al giugno 2006.

difficoltà strutturale di questi paesi nella raccolta di finanziamenti dall'estero se non in valuta estera (cosiddetto *original sin*) e rafforza i loro sistemi finanziari, rendendoli meno vulnerabili al rischio di cambio.

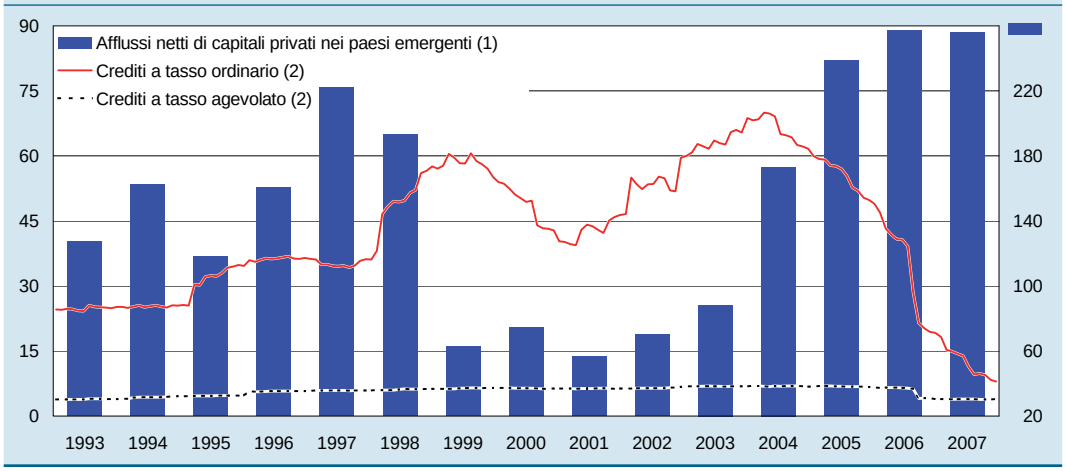
Permangono alcuni elementi di fragilità in relazione all'espansione dei mercati obbligazionari nazionali. La liquidità è ancora limitata: in molti mercati si registrano bassi volumi di scambio e elevati livelli dei differenziali denaro-lettera. Vi contribuisce il fatto che la base di investitori è poco diversificata, essendo in larga parte rappresentata da enti creditizi che attuano strategie di investimento con bassa rotazione dei titoli in portafoglio (cosiddette strategie di *buy and hold*). Questi elementi potrebbero acuire i rischi di instabilità finanziaria qualora, in occasione di shock negativi, gli operatori vendessero contemporaneamente i titoli nel proprio portafoglio. Infine, la maturità residua media delle emissioni di paesi emergenti sui mercati nazionali è inferiore a quella registrata sui mercati internazionali, comportando un maggior rischio di rifinanziamento. A metà del 2006, il 36 per cento circa delle consistenze nei mercati domestici era rappresentato da titoli con una maturità residua inferiore all'anno, rispetto al 9 per cento in quelli internazionali.

3. LA COOPERAZIONE ECONOMICA INTERNAZIONALE

Nel 2006 si è ulteriormente accentuata la contrazione dello stock di crediti del Fondo monetario internazionale (FMI), favorita dall'abbondante liquidità internazionale e dal protrarsi di buone condizioni di fondo nelle economie emergenti. Ne è derivata una riduzione dei ricavi e, quindi, del reddito netto dell'FMI. Sono attualmente in discussione nuove proposte volte a stabilizzare il reddito nel medio termine, a fronte delle notevoli oscillazioni dei crediti in essere. In un contesto di bassa domanda di finanziamenti, ma anche di crescenti rischi connessi con l'ampliamento degli squilibri nei pagamenti correnti, sono proseguiti i lavori per riformare l'assetto e le funzioni dell'FMI. Particolare attenzione è stata dedicata alla funzione di sorveglianza economica sui paesi membri, alla prevenzione delle crisi cosiddette da movimenti di capitale e alla riforma delle quote di partecipazione dei paesi (quindi del loro potere di voto). Nell'ambito di speciali consultazioni multilaterali, promosse dall'FMI, le autorità di paesi e aree di rilevanza sistemica hanno convenuto specifiche misure volte alla correzione degli attuali squilibri nei pagamenti correnti. Nonostante le ingenti cancellazioni del debito, il flusso di aiuti ufficiali ai paesi più poveri si è ridotto lievemente rispetto all'anno precedente in termini reali. Il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio (OSM), soprattutto di quelli non legati alla riduzione della povertà nei redditi, richiede una pronta intensificazione degli sforzi dei paesi donatori e beneficiari degli aiuti. Dato l'accresciuto novero di donatori, è divenuta urgente l'esigenza di un migliore coordinamento tra gli stessi.

Figura 3.1

Consistenze dei crediti dell'FMI e movimenti internazionali di capitale



Fonte: FMI
(1) Scala di destra; dati annuali in miliardi di dollari. Per il 2007, stime. – (2) Scala di sinistra; dati mensili in miliardi di DSP.

L'assistenza finanziaria del Fondo monetario internazionale

Nel 2006 l'FMI ha approvato dodici nuovi programmi di assistenza finanziaria per complessivi 505 milioni di DSP (757 milioni di dollari), di cui l'85 per cento a tasso agevolato a fini di riduzione della povertà. I crediti ordinari (a tasso non agevolato) hanno continuato a flettere, toccando il minimo dell'ultimo ventennio (fig. 3.1). Alla fine di marzo del 2007, lo stock complessivo di questi crediti era pari a 7,9 miliardi di DSP, 62 in meno rispetto al valore massimo del settembre 2003. I primi cinque paesi prenditori erano: Turchia (70,9 per cento del totale), Ucraina (5,8), Repubblica Dominicana (4,1), Iraq (3,2) e Sudan (3,4).

La caduta del credito dell'FMI è riconducibile a fattori sia strutturali sia ciclici (cfr. il capitolo 2: Il commercio internazionale, le bilance dei pagamenti e i mercati valutari e finanziari*). Fra i primi hanno agito il miglioramento delle politiche economiche dei paesi emergenti e la maggiore capacità dei mercati finanziari privati di soddisfare la domanda di credito esterno. L'abbondante liquidità e la bassa variabilità dei mercati finanziari hanno favorito ingenti afflussi netti di capitale in questi paesi e reso relativamente più oneroso il servizio del debito verso l'FMI. Si è, pertanto, accentuata la tendenza al rimborso anticipato da parte di alcuni dei principali paesi debitori (Argentina, Indonesia, Uruguay, Serbia e Filippine).*

La contrazione dello stock di credito ha determinato una diminuzione delle entrate dell'FMI che dipendono dall'ammontare dei prestiti ordinari e dal livello dei tassi di interesse a essi applicati (pari al tasso di interesse sui DSP maggiorato di un margine per coprire le spese operative del Fondo). L'FMI stima attualmente una perdita pari a 108 milioni di DSP (165 milioni di dollari) per l'esercizio finanziario 2007; in assenza di adeguate misure correttive, le perdite aumenteranno negli anni successivi.

Un Comitato di esperti di alto livello, nominato dal Direttore generale dell'FMI e presieduto da Andrew Crockett, ha di recente formulato alcune raccomandazioni volte a individuare nuove e più stabili fonti di copertura dei costi operativi del Fondo.

Le raccomandazioni principali del Comitato riguardano le attività di sorveglianza sulle economie dei paesi membri, ricerca, diffusione di dati e statistiche, elaborazione di standard e codici internazionali. In particolare, i costi imputabili a queste attività dovrebbero essere coperti attraverso i proventi dell'investimento: (a) delle attuali riserve precauzionali, (b) di parte delle quote di capitale sociale sottoscritte dai membri, (c) del ricavato della vendita di una frazione delle riserve auree dell'FMI. Il comitato ha altresì proposto un meccanismo di tariffazione per i servizi di assistenza tecnica ai paesi membri, che per quelli più poveri potrebbe essere sussidiato con i contributi di paesi donatori. La discussione di queste raccomandazioni è ancora a uno stadio preliminare. Lo scorso aprile, l'International Monetary and Financial Committee (IMFC) ha invitato l'FMI a presentare, entro i prossimi incontri annuali, proposte operative che prevedano anche misure di contenimento delle spese.

Assetto e funzioni dell'FMI

Si sono intensificati gli sforzi della comunità internazionale per una incisiva revisione dell'assetto e delle funzioni dell'FMI. Il processo di riforma interessa due aspetti principali: la sorveglianza economica sui paesi membri e, più in generale, la prevenzione di crisi finanziarie e la legittimazione dell'istituzione stessa.

La sorveglianza. – La revisione delle attività di sorveglianza del Fondo si incentra su tre elementi: una più chiara definizione degli obblighi che l'articolo IV dello Statuto impone ai paesi membri; la creazione di un nuovo processo formalizzato con il quale definire gli obiettivi e le priorità di medio periodo dell'attività di sorveglianza; l'introduzione di una nuova procedura di consultazione multilaterale con i paesi di maggiore rilevanza sistemica.

*I principi su cui si fonda la sorveglianza dell'FMI sono contenuti nell'articolo IV dello Statuto e in una apposita decisione approvata dal Consiglio di amministrazione nel 1977 (*1977 Decision on Surveillance over Exchange Rate Policies*). Il Fondo ha presentato una proposta di revisione di questa decisione; essa si basa sul presupposto che la stabilità finanziaria internazionale si fondi sulla "stabilità esterna" dei singoli paesi, definita come "una posizione di bilancia dei pagamenti che non genera, o non è plausibile che generi, movimenti del cambio bruschi e non necessari". La stabilità esterna costituirebbe il metro di giudizio con cui valutare le politiche perseguite dai paesi membri (non solo quelle di cambio, ma anche monetarie, fiscali e finanziarie). La modifica della decisione non creerebbe nuovi obblighi per i paesi membri, né nuovi poteri sanzionatori per l'FMI; in particolare, con riferimento alle politiche nazionali diverse da quella di cambio, la nuova decisione prevederebbe semplici "raccomandazioni", in conformità con quanto già stabilito nell'articolo IV. D'altro lato, la periodica definizione, con riferimento a orizzonti temporali di tre anni, delle priorità di medio termine della sorveglianza contribuirebbe ad accrescere la responsabilità del Fondo circa l'effettivo conseguimento degli obiettivi. Il dibattito su questi aspetti è ancora in corso: l'FMI mira a ottenere il più ampio consenso possibile sulla eventuale riforma e presenterà nuove proposte entro gli incontri annuali del prossimo autunno.*

La nuova procedura di consultazioni multilaterali è volta a rafforzare la sorveglianza bilaterale dell'FMI sui singoli paesi membri al fine di definire un insieme concertato di azioni di politica economica volte a risolvere problemi di rilievo sistemico. Il primo ciclo di consultazioni, avviato nel luglio 2006, si è incentrato sugli squilibri nei pagamenti di parte corrente; vi hanno partecipato le autorità dell'Arabia Saudita, dell'area dell'euro, della Cina, del Giappone e degli Stati Uniti. L'esito preliminare di queste consultazioni è stato reso noto in occasione degli scorsi incontri primaverili a Washington. In particolare, i paesi partecipanti hanno assunto l'impegno di attuare misure specifiche volte alla riduzione dei suddetti squilibri.

La Cina ha annunciato di voler stimolare la domanda interna, ridurre le agevolazioni fiscali sulle esportazioni, accelerare la riforma del sistema finanziario e aumentare gradualmente la flessibilità del tasso di cambio. Il Giappone si è impegnato ad attuare riforme del mercato del lavoro, ad agevolare gli afflussi di investimenti diretti esteri e a ridurre l'incidenza sul PIL del debito pubblico. L'Arabia Saudita ha stabilito di aumentare la spesa pubblica per progetti sociali e investimenti volti ad ampliare la capacità estrattiva. Gli Stati Uniti hanno confermato l'obiettivo di annullare il disavanzo federale entro il 2012 e hanno espresso la volontà di contenere il consumo d'energia e incentivare il risparmio privato attraverso misure fiscali. Le autorità dell'area dell'euro si sono impegnate a ridurre ulteriormente la regolamentazione nei mercati dei beni e servizi, ad aumentare la produttività e la mobilità nel mercato del lavoro e a favorire l'integrazione del mercato finanziario.

Nuovi strumenti per l'assistenza ai paesi emergenti. – È attualmente in discussione una nuova linea di credito, la cosiddetta Reserve Augmentation Line (RAL), volta a prevenire le crisi da movimenti di capitale e a incoraggiare appropriate riforme economiche nei paesi interessati. La RAL garantirebbe finanziamenti semiautomatici (cioè erogabili, entro certi limiti, senza la preventiva approvazione del Consiglio di amministrazione dell'FMI in caso di crisi) e di importo elevato (pari al 300 per cento della quota), in favore di paesi con istituzioni e fondamentali economici solidi ma vulnerabili a repentine inversioni degli afflussi di fondi dall'estero. L'utilizzo di questo strumento sarebbe facoltativo, ancorché subordinato al rispetto di alcuni prerequisiti da parte del

paese beneficiario. Esso comporterebbe la partecipazione a un vero e proprio programma, attraverso il quale il paese si impegna a mantenere politiche macroeconomiche virtuose e a ridurre le proprie residue vulnerabilità; il rispetto di tali impegni sarebbe verificato dall'FMI a intervalli semestrali.

Il dibattito in corso si impernia su tre questioni principali: a) come ovviare ai segnali potenzialmente negativi che verrebbero inviati ai mercati in caso di approvazione o di mancato rinnovo da parte dell'FMI; b) come coniugare l'automatismo dell'erogazione con la salvaguardia dell'integrità finanziaria del Fondo; c) come conciliare la nuova facility *con le esistenti linee guida per la concessione di finanziamenti di entità elevata (*exceptional access policy*), che vincolano tali finanziamenti a un fabbisogno effettivo e non potenziale.*

Riforma delle quote. – In occasione delle scorse riunioni annuali (Singapore, settembre 2006), il Consiglio dei governatori dell'FMI ha approvato l'aumento delle quote di partecipazione di quattro paesi fortemente sottorappresentati in relazione al loro peso nell'economia mondiale (Cina, Corea del Sud, Messico e Turchia). Si è altresì deciso di realizzare, entro le riunioni annuali del 2008, ulteriori riforme di più ampia portata. In particolare: si dovrà approvare una nuova formula per il calcolo dei valori di riferimento delle quote, più semplice e trasparente rispetto all'attuale sistema e nella quale si attribuirà al PIL un peso maggiore; si dovrà modificare lo Statuto per consentire un aumento dei cosiddetti voti base, volto a proteggere la voce dei paesi più poveri negli organi direttivi del Fondo; infine, si effettuerà un secondo incremento delle quote dei paesi maggiormente sottorappresentati.

Iniziative per ridurre la povertà e finanziamento dello sviluppo

La lotta alla povertà. – A nove anni dalla scadenza per il conseguimento degli Obiettivi di sviluppo del Millennio (OSM), prevista per il 2015, la comunità internazionale ha preso atto dell'esistenza di forti ritardi su quasi tutti i fronti. Permangono sfavorevoli le prospettive riguardo agli Obiettivi cosiddetti di sviluppo umano; in particolare, si stima che nessuna area raggiungerà i risultati attesi in materia di riduzione della mortalità infantile. Le regioni che hanno accumulato i ritardi maggiori sono l'Asia meridionale e, soprattutto, l'Africa subsahariana.

Il protrarsi del favorevole ciclo internazionale ha invece consentito di mantenere complessivamente positive le stime sulla crescita del reddito pro capite; a eccezione dell'Africa subsahariana, nelle altre aree si dovrebbe riuscire a dimezzare la percentuale di popolazione costretta a vivere con meno di un dollaro al giorno (primo degli OSM).

In considerazione dei limitati progressi fin qui registrati, il raggiungimento degli OSM nei tempi previsti presuppone l'intensificazione degli sforzi dei donatori e dei paesi in via di sviluppo. In particolare, i paesi donatori sono chiamati ad accrescere al più presto il volume di aiuti ufficiali, migliorandone al contempo l'allocazione e l'efficacia. I paesi in via di sviluppo devono continuare a perseguire politiche economiche virtuose e migliorare la qualità delle proprie istituzioni.

Gli aiuti ufficiali allo sviluppo. – Gli aiuti erogati dai 22 paesi dell'OCSE membri del Development Assistance Committee (DAC) sono ammontati nel 2006 a 104

miliardi di dollari, il 5 per cento in meno in termini reali rispetto all'anno precedente. Questa riduzione, la prima dal 1997, è in larga parte imputabile al livello eccezionalmente elevato registrato dagli aiuti ufficiali nel 2005, a seguito dell'avvio di operazioni di cancellazione del debito a favore di Iraq e Nigeria. Anche per il 2006 una parte rilevante degli aiuti (circa il 40 per cento) è riconducibile a cancellazioni del debito e risulta concentrata in un numero limitato di paesi beneficiari.

Nell'ultimo decennio i flussi di aiuti ufficiali dei paesi membri del DAC sono aumentati mediamente del 5,4 per cento all'anno in termini nominali; escludendo le cancellazioni del debito la crescita risulta del 2,8 per cento. In particolare, secondo uno studio recente della Banca Mondiale, nell'ultimo quinquennio in nessun paese in via di sviluppo si è registrato un significativo incremento del sostegno finanziario a progetti di medio termine direttamente collegati agli OSM.

Per il 2007 si stima un ulteriore calo del volume complessivo di aiuti dovuto al progressivo esaurirsi degli effetti della cancellazione del debito nei confronti di Iraq e Nigeria. Gli aiuti tornerebbero ad aumentare nel 2008, secondo gli attuali piani dei paesi donatori che mirano a conseguire valori pari allo 0,36 per cento del reddito nazionale nel 2010 e 0,70 nel 2015, con un incremento più che proporzionale a favore dell'Africa.

Nel 2006 il totale degli aiuti ha raggiunto lo 0,30 per cento del reddito nazionale lordo complessivo dei donatori. 19 membri del DAC hanno rispettato gli impegni assunti a Gleneagles (Scozia) nel 2005. L'Italia ha erogato aiuti per 3,7 miliardi di dollari, pari allo 0,20 per cento del reddito (contro un valore-obiettivo dello 0,33 per cento). I paesi appartenenti all'Unione europea (con esclusione di quelli entrati dopo il maggio 2004) hanno versato complessivamente 58,9 miliardi di dollari (0,43 per cento del reddito), seguiti da Stati Uniti con 22,7 miliardi (0,17 per cento) e Giappone con 11,6 miliardi (0,25 per cento).

Dalla seconda metà degli anni settanta la quota di aiuti che transita attraverso canali multilaterali è rimasta stabile intorno al 30 per cento. Esiste tuttavia una forte variabilità tra i donatori: ad esempio, nel 2005 l'Italia ha erogato il 55 per cento dei propri aiuti attraverso organizzazioni multilaterali.

La rilevanza dell'International Development Association (IDA), strumento della Banca Mondiale per la concessione di donazioni e prestiti a tasso agevolato, si è affievolita nel corso degli anni; in particolare, la sua quota media sul totale dei contributi multilaterali si è ridotta dal 42 per cento degli anni settanta al 20 per cento dell'ultimo quinquennio. Il maggiore donatore multilaterale è la Commissione europea, con oltre un terzo del totale, seguita dalle Nazioni Unite (25 per cento).

Il quadro internazionale dell'aiuto ufficiale allo sviluppo è divenuto più complesso nel corso degli anni. In particolare: (i) sono aumentati i donatori, sia pubblici che privati, (ii) si è ampliato il numero di canali, bilaterali e multilaterali, di erogazione degli aiuti, (iii) è cresciuta la frammentazione dei progetti. Quanto al primo aspetto, sono ormai numerosi i donatori al di fuori del novero dei paesi industrializzati e appartenenti al DAC: Arabia Saudita, Brasile, Cina, India, Corea del Sud, Messico, Russia, i paesi nuovi membri dell'Unione europea. Il numero medio di donatori per paese beneficiario è passato dai 12 degli anni sessanta ai 33 dell'ultimo quinquennio. La proliferazione dei donatori, se da un lato consente di ampliare il bacino di raccolta delle risorse finanziarie da destinare agli OSM, dall'altro acuisce i problemi di coordinamento. L'insufficienza e la scarsa armonizzazione dei dati statistici sui flussi di aiuti da parte di paesi non appartenenti al DAC rendono problematica la valutazione degli stessi, nonché delle prospettive per il futuro. La moltiplicazione dei canali di erogazione degli aiuti è particolarmente evidente nel settore della salute, dove operano oggi più di cento grandi organizzazioni specializzate. Ciò pone gravi difficoltà di gestione per i paesi beneficiari (spesso caratterizzati da insoddisfacenti condizioni di governance*) e aumenta i rischi di incoerenza rispetto alle priorità di sviluppo degli stessi. La frammentazione degli aiuti, infine, ha comportato un costante aumento del numero di attività e progetti, a fronte di una contestuale riduzione della dimensione media dei finanziamenti. Secondo la Banca Mondiale, nel 2004 si contavano complessivamente circa 60.000 interventi sostenuti da un finanziamento medio pari a 1,5 milioni di dollari.*

I fenomeni sopra descritti rischiano di pregiudicare l'efficacia degli aiuti. Al fine di conseguire migliori sinergie e coordinamento tra le numerose iniziative, un utile quadro di riferimento può essere

costituito dalla Dichiarazione di Parigi (marzo 2005) in materia di efficacia degli aiuti. Questa è fondata su alcuni obiettivi chiave quali: (i) l'attribuzione ai paesi beneficiari di un ruolo più attivo nella gestione dei progetti, (ii) la canalizzazione delle risorse verso gli obiettivi prioritari stabiliti dagli stessi beneficiari, (iii) lo stretto coordinamento tra i donatori.

La cancellazione del debito. – Il 2006 è stato un anno importante per la riduzione del debito dei paesi poveri. L'IDA, l'African Development Fund (ADF) e l'FMI hanno approvato la cancellazione di crediti multilaterali nei confronti di 24 paesi poveri e altamente indebitati, iniziativa lanciata in occasione del vertice del G8 di Gleneagles. L'operazione ha riguardato debiti per un ammontare nominale complessivo pari a 38 miliardi di dollari, in scadenza nell'arco dei prossimi quarant'anni. Nei primi mesi di quest'anno anche la Banca interamericana di sviluppo ha cancellato i propri crediti nei confronti di Bolivia, Guyana, Haiti, Honduras e Nicaragua, per complessivi 3,4 miliardi di dollari.

Grazie alla cancellazione del debito, i paesi beneficiari potranno destinare al raggiungimento degli OSM le maggiori risorse rese disponibili sia dai minori oneri finanziari sia dal più facile accesso ai mercati internazionali, in seguito al miglioramento del merito di credito. È tuttavia necessario evitare che il debito di questi paesi torni a espandersi troppo rapidamente. La Banca Mondiale e l'FMI hanno recentemente rivisto gli strumenti per la valutazione della sostenibilità del debito nei paesi a basso reddito. Il G8 è attualmente al lavoro per la definizione di principi di finanziamento cosiddetto responsabile; questi richiedono, tra l'altro, l'utilizzo da parte di tutti i donatori delle analisi di sostenibilità condotte presso le due maggiori istituzioni multilaterali e una maggiore trasparenza e condivisione delle informazioni.

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

4. GLI ANDAMENTI MACROECONOMICI

Dalla prima metà del 2005 l'area dell'euro è entrata in una fase ciclica espansiva, ponendo fine a una stagnazione durata quasi un quinquennio. Il recupero di efficienza avviato dalle imprese per fronteggiare la competizione dei paesi emergenti ha concorso a far sì che l'economia dell'area si agganciasse alla perdurante espansione del commercio mondiale. Le esportazioni hanno accelerato decisamente nel corso dell'ultimo biennio, stimolando la produzione e la domanda di capitale produttivo. Gli investimenti sono stati sospinti anche dal favorevole andamento del mercato immobiliare, che sta ancora beneficiando della prolungata fase di espansione monetaria. Il contributo alla crescita delle esportazioni è stato in parte controbilanciato dal forte aumento delle importazioni connesso con la ripresa dell'attività produttiva.

La spesa delle famiglie ha mostrato, come di consueto, una minore sensibilità ciclica, per l'atteggiamento ancora prudente dei consumatori, soprattutto in Germania, e per la crescita del reddito disponibile rimasta moderata.

La progressiva rimozione dello stimolo espansivo della politica monetaria e la contenuta dinamica dei costi interni hanno consentito che la ripresa avvenisse in un contesto di sostanziale stabilità dei prezzi, contrastando le spinte inflazionistiche provenienti dalla componente importata dei costi. Nel 2006 l'inflazione al consumo è rimasta stazionaria al 2,2 per cento.

Il saldo di conto corrente dell'area ha registrato un sostanziale equilibrio; il lieve calo rispetto allo scorso anno è riconducibile agli effetti dell'incremento delle quotazioni internazionali delle materie prime, solo in parte controbilanciati dal miglioramento dell'avanzo dei servizi e del saldo dei redditi. Dopo la riduzione registrata nel corso del 2005, la posizione debitoria netta sull'estero è nuovamente peggiorata, risultando alla fine dell'anno pari all'11,5 per cento del PIL.

Le informazioni più recenti offrono un quadro favorevole per l'economia dell'area, prefigurando per la prima parte del 2007 una crescita su ritmi di poco inferiori a quelli dell'anno passato, con una dinamica dei prezzi contenuta dall'allentamento delle tensioni sui mercati delle materie prime e ancora in un contesto di moderazione salariale.

La congiuntura nell'area

Sospinta dalla forte espansione della domanda mondiale, nel 2006 l'economia dell'area è tornata a crescere a ritmi sostenuti (2,7 per cento; tav. 4.1). Il differenziale nei confronti degli Stati Uniti, che nella media dell'ultimo quinquennio era risultato pari a un punto percentuale, si è quasi dimezzato.

L'entità della ripresa ha sorpreso le principali istituzioni internazionali e la maggioranza degli analisti privati che anticipavano alla fine del 2005 un incremento del PIL al di sotto del 2 per cento. Tale

Tavola 4.1

PIL, importazioni e principali componenti della domanda nei maggiori paesi dell'area dell'euro

(quantità a prezzi concatenati; dati destagionalizzati; variazioni percentuali sul periodo precedente salvo diversa indicazione)

PAESI	2004	2005	2006	2006				2007
	Anno	Anno	Anno	1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.
				PIL				
Germania	1,2	0,9	2,8	0,8	1,2	0,8	1,0	0,5
Francia	2,5	1,7	2,0	0,7	0,9	0,1	0,5	0,5
Italia (1)	1,2	0,1	1,9	0,8	0,6	0,3	1,1	0,2
Spagna	3,2	3,5	3,9	1,1	0,9	0,9	1,2	1,1
Area dell'euro (1) (2)	2,0	1,4	2,7	0,8	1,0	0,6	0,9	0,6
				Importazioni				
Germania	6,9	6,5	11,6	5,8	-0,6	4,0	1,1	3,7
Francia	7,1	5,0	6,8	1,3	2,9	-0,8	0,6	0,6
Italia	2,7	0,5	4,3	1,0	0,3	2,2	2,0	....
Spagna	9,6	7,0	8,4	3,4	-0,6	2,2	3,6	0,4
Area dell'euro (2)	6,7	5,2	7,8	2,4	1,0	2,2	1,8	....
				Esportazioni				
Germania	9,6	6,9	13,0	5,2	0,7	4,3	6,0	-1,2
Francia	4,0	2,8	5,5	3,2	1,0	-1,3	0,6	1,5
Italia	3,3	-0,5	5,3	2,2	1,4	-1,8	4,5	....
Spagna	4,1	1,5	6,2	5,8	-1,7	0,6	2,5	2,7
Area dell'euro (2)	6,9	4,2	8,3	3,2	1,0	1,9	3,6	....
				Consumi delle famiglie (3)				
Germania	0,1	0,1	0,8	0,8	-0,1	0,8	0,3	-1,4
Francia	2,5	2,2	2,0	0,7	0,5	0,5	0,2	0,3
Italia	0,7	0,6	1,5	0,5	0,4	0,6	0,2	....
Spagna	4,2	4,2	3,7	0,4	0,8	1,2	1,3	0,3
Area dell'euro (2)	1,5	1,5	1,7	0,5	0,4	0,7	0,4	....
				Investimenti fissi lordi				
Germania	-0,4	0,8	5,6	0,1	4,3	1,2	1,2	4,2
Francia	3,6	4,0	3,7	0,5	1,8	0,6	1,3	1,2
Italia	1,6	-0,5	2,3	1,7	0,4	-0,3	1,8	....
Spagna	5,0	7,0	6,3	1,3	1,5	1,4	2,0	1,6
Area dell'euro (2)	2,2	2,5	4,7	1,1	2,2	0,9	1,5	....
				Domanda nazionale (4)				
Germania	..	0,5	1,7	0,9	0,7	0,5	-1,5	2,8
Francia	3,3	2,3	2,4	0,1	1,5	0,2	0,5	0,2
Italia	1,0	0,3	1,6	0,4	0,3	1,4	0,5	....
Spagna	4,8	5,0	4,6	0,6	1,1	1,4	1,7	0,4
Area dell'euro (2)	1,9	1,7	2,4	0,5	1,0	0,7	0,1	....
				Domanda estera netta (5)				
Germania	1,2	0,5	1,2	..	0,5	0,3	2,1	-2,0
Francia	-0,7	-0,6	-0,4	0,5	-0,5	-0,1	..	0,3
Italia	0,2	-0,3	0,3	0,3	0,3	-1,1	0,7	....
Spagna	-1,7	-1,7	-1,0	0,4	-0,3	-0,5	-0,5	0,6
Area dell'euro (2)	0,2	-0,2	0,3	0,3	..	-0,1	0,7	....

Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e su dati Eurostat. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Per il primo trimestre del 2007: stime preliminari. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi. – (3) Consumi delle famiglie residenti e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. – (4) Comprende anche la variazione delle scorte e oggetti di valore. – (5) Contributo alla crescita sul periodo precedente in punti percentuali.

sottostima risente soprattutto del risultato della Germania, assai superiore alle aspettative (2,7 per cento, rispetto a previsioni inferiori all'1,5) e rilevante per l'effetto di stimolo della domanda interna tedesca sulla produzione delle altre economie dell'area e dell'Italia in particolare.

Le esportazioni di beni e servizi sono aumentate dell'8,3 per cento in termini reali e al lordo dei flussi interni all'area, in linea con i risultati delle altre economie sviluppate e con l'incremento del commercio mondiale.

L'accelerazione dell'attività ha accomunato i maggiori paesi dell'area, pur nella diversità delle determinanti: in Germania la crescita (2,7 per cento) è stata principalmente sostenuta dall'eccezionale incremento delle esportazioni (12,5 per cento) che hanno dato un forte impulso agli investimenti, mentre in Francia e in Spagna l'apporto prevalente è provenuto dalla domanda interna.

La crescita delle esportazioni dell'area ha potuto beneficiare del deprezzamento del cambio reale occorso nel 2005 anche se la competitività si è progressivamente erosa nel corso del 2006 e nei primi mesi di quest'anno, in linea con l'andamento del cambio nominale dell'euro rispetto alle altre principali valute (fig. 4.1). I dati del commercio con i paesi extra area mostrano un aumento delle vendite di beni pari al 7,7 per cento, in accelerazione dal 4,8 del 2005 e in linea con l'espansione della domanda in quei mercati.

Anche le importazioni di beni e servizi hanno accelerato (7,8 per cento dal 5,2 del 2005) grazie al recupero della domanda intermedia e finale; il contributo netto dell'interscambio commerciale alla crescita del prodotto è risultato pari a 3 decimi di punto percentuale.

Gli investimenti sono aumentati del 4,7 per cento (dal 2,5 nel 2005), sospinti dal consolidarsi dell'espansione nel comparto dei macchinari, delle attrezzature e dei mezzi di trasporto e dal notevole rialzo nel settore delle costruzioni. Nonostante il progressivo riavvicinamento della politica monetaria a condizioni di neutralità, il permanere di livelli favorevoli di redditività e di finanziamento e il calo dei margini di capacità inutilizzata hanno favorito l'accumulazione di capitale. Nel comparto residenziale la domanda abitativa si è mantenuta robusta, sostenendo le quotazioni immobiliari e la redditività delle imprese costruttrici. La propensione a investire, approssimata dal rapporto tra investimenti totali e prodotto interno lordo, è cresciuta per il terzo anno consecutivo, portandosi su livelli prossimi al valore massimo dell'ultima fase espansiva.

L'accelerazione dell'accumulazione è stata intensa in Germania, dove aveva sostanzialmente ristagnato nel precedente triennio, più contenuta in Francia; in Spagna gli investimenti hanno rallentato. In Germania, al consolidarsi della spesa in macchinari e attrezzature, si è aggiunto il forte rimbalzo nel settore delle costruzioni, residenziali e non. In Francia, invece, all'accelerazione della spesa in costruzioni si è contrapposto un calo nel ritmo di espansione di quella in capitale produttivo, che ha risentito del livello relativamente elevato mantenuto dalla propensione a investire durante la precedente fase ciclica negativa.

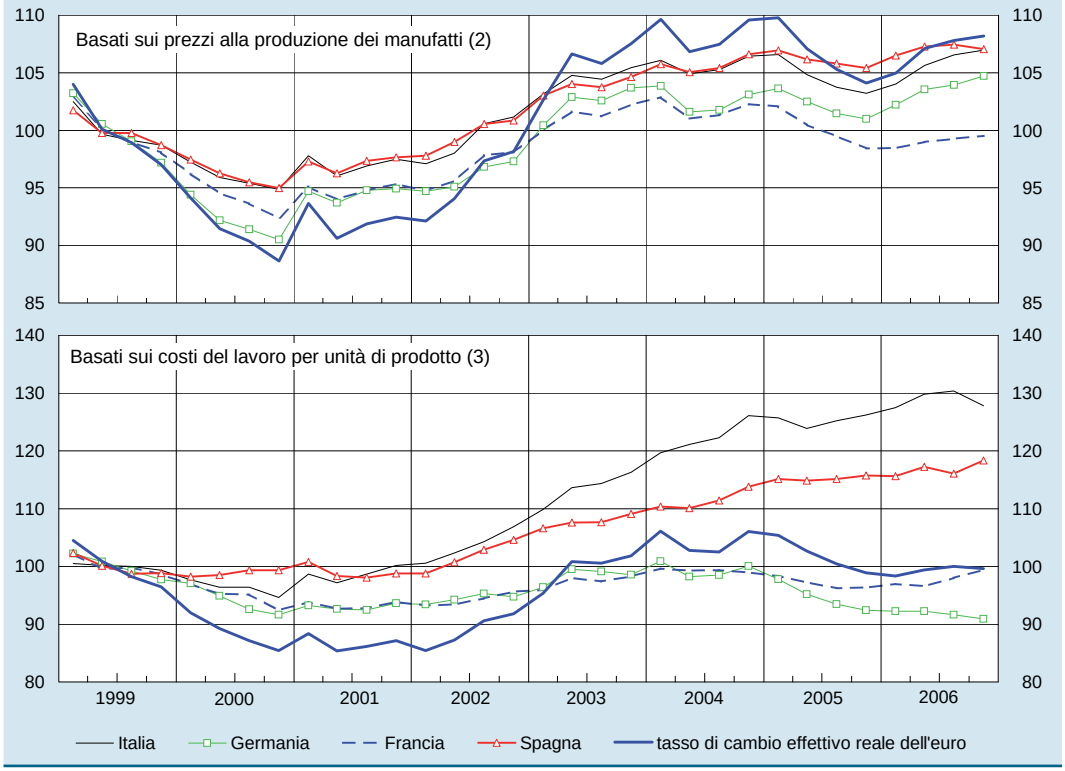
I consumi hanno contribuito in minor misura alla crescita del prodotto, mantenendo un ritmo di espansione pressoché inalterato (1,7 per cento, contro l'1,5 del biennio precedente; tav. 4.1), a causa della lentezza del recupero della fiducia delle famiglie e di un andamento ancora moderato del reddito disponibile.

In Germania, come da ormai un quinquennio, la spesa delle famiglie, pur accelerando, è risultata fiacca (0,8 per cento), riflettendo il modesto incremento del reddito

disponibile (circa lo 0,5 per cento a prezzi costanti) e la brusca interruzione del recupero di ottimismo da parte dei consumatori nella parte centrale dell'anno. In Francia e in Spagna, al contrario, i consumi sono aumentati del 2,0 e del 3,7 per cento, rispettivamente. In entrambi i paesi la crescita del reddito disponibile è stata consistente (intorno al 3 per cento in termini reali); in Francia si è associata a un netto miglioramento nel clima di fiducia delle famiglie nel corso dell'anno.

Figura 4.1

Indicatori di competitività dei maggiori paesi dell'area dell'euro e tasso di cambio effettivo reale dell'euro (1)
(indici: 1999=100)

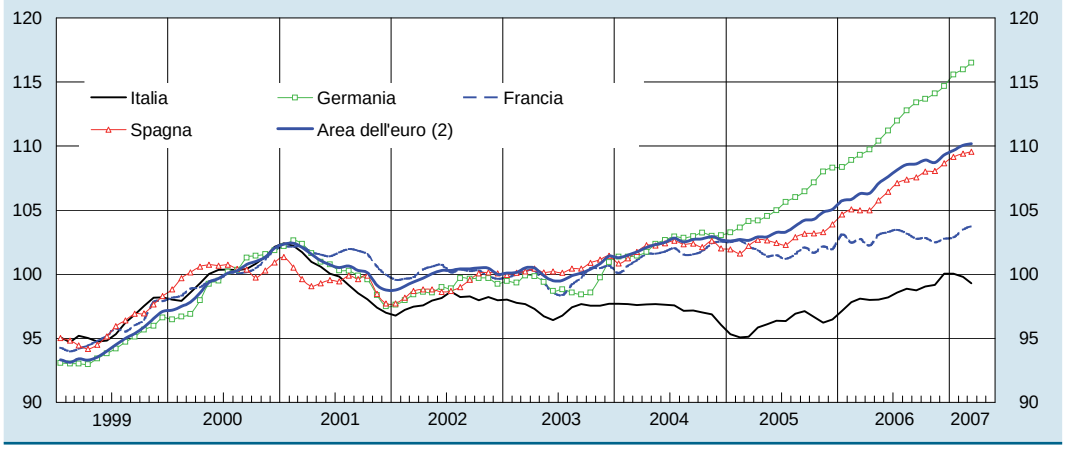


Fonte: Banca d'Italia e, per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro, BCE.
(1) Un aumento segnala una perdita di competitività. – (2) Nei confronti di 61 paesi concorrenti (che includono anche i membri dell'area dell'euro) per gli indicatori di competitività; di 24 paesi concorrenti esterni all'area per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro. – (3) Nei confronti di 24 paesi concorrenti (che includono anche i membri dell'area dell'euro) per gli indicatori di competitività; di 24 paesi esterni all'area per il tasso di cambio effettivo reale dell'euro.

La produzione industriale dell'area ha proseguito nella sua tendenza crescente in atto dall'inizio del 2005, portandosi su livelli assai superiori a quelli raggiunti al picco del ciclo precedente (fig. 4.2). Nei primi mesi di quest'anno sono emersi tuttavia alcuni segnali di indebolimento della spinta espansiva. L'indicatore ciclico Eurocoin, che fornisce una stima della crescita del prodotto lordo dell'area depurata dalla variabilità di breve periodo, è in flessione dallo scorso febbraio, pur segnalando ancora un'espansione vicina al potenziale (fig. 4.3). Il clima di fiducia delle imprese ha rallentato la sua tendenza al miglioramento, subendo un temporaneo arretramento in gennaio; gli ordini dall'estero si sono stabilizzati, mantenendosi comunque su livelli elevati. Nel complesso i dati più recenti prefigurano una dinamica ancora sostenuta per l'economia dell'area nella prima parte del 2007, ancorché su ritmi meno intensi rispetto allo scorso anno.

Figura 4.2

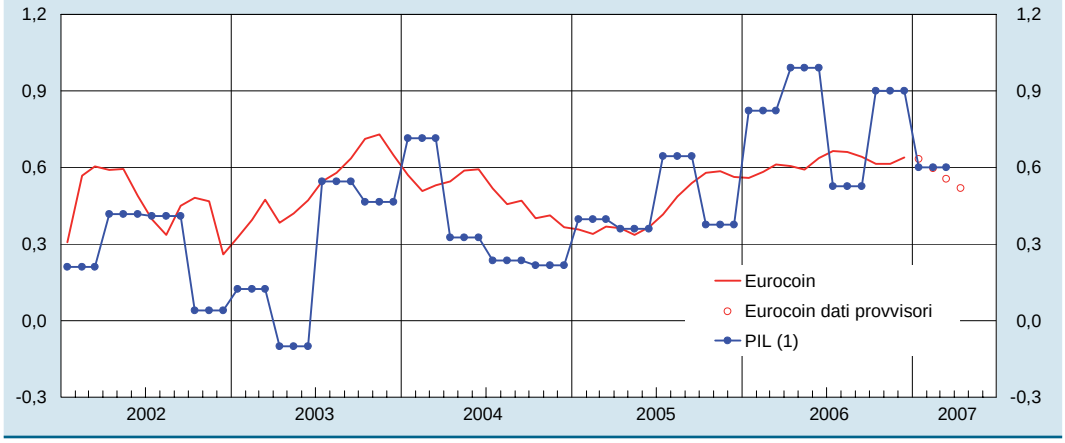
Produzione industriale nei maggiori paesi dell'area dell'euro (1)
(medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento)



Fonti: elaborazioni su dati Istat, Eurostat.
(1) Indici: 2000=100; dati destagionalizzati. – (2) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi.

Figura 4.3

Indicatore Eurocoin del ciclo economico e PIL dell'area dell'euro
(variazioni percentuali sui 3 mesi)



Fonte: Center of Economic Policy Research (www.cepr.org). Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note Metodologiche*.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi.

La bilancia dei pagamenti

Come nel 2005, lo scorso anno il conto corrente dell'area dell'euro nei confronti del resto del mondo è risultato in sostanziale equilibrio: vi è stato un disavanzo di circa 6 miliardi, pari allo 0,1 per cento del PIL (tav. 4.2). A fronte di un avanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale di poco più di 5 miliardi e di afflussi netti per 134 miliardi registrati nel conto finanziario, gli errori e omissioni sono risultati assai elevati (-140 miliardi circa). Nei due anni passati, con la pubblicazione dei dati definitivi, oltre un terzo della discrepanza statistica è stato successivamente riattribuito al conto finanziario e in particolare agli investimenti diretti e di portafoglio.

Tavola 4.2

Bilancia dei pagamenti dell'area dell'euro (1)
(miliardi di euro)

VOCI	2002	2003	2004	2005	2006
Conto corrente	**57,1**	**32,1**	**60,7**	**-1,9**	**-6,1**
Merci	127,6	104,4	100,5	45,4	30,5
Servizi	17,8	22,5	32,6	34,8	36,6
Redditi	-39,8	-38,5	-13,7	-11,6	1,8
Trasferimenti unilaterali	-48,5	-56,3	-58,6	-70,5	-75,0
Conto capitale	**10,1**	**12,2**	**16,6**	**12,1**	**11,3**
Conto finanziario	**-15,2**	**-0,5**	**-18,7**	**25,5**	**134,0**
Investimenti diretti	22,6	-11,6	-68,6	-210,0	-156,7
Investimenti di portafoglio	138,0	72,3	72,9	146,1	273,1
Derivati	-12,3	-14,4	-8,3	-13,9	-2,6
Altri investimenti	-160,9	-74,7	-27,2	85,3	21,7
di cui: *banche* (2)	*-141,5*	*-16,7*	*-14,4*	*88,0*	*-33,0*
Variazione riserve ufficiali (3)	-2,6	27,8	12,5	18,0	-1,5
Errori e omissioni	**-52,0**	**-43,8**	**-58,6**	**-35,8**	**-139,3**

Fonte: BCE.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi. – (2) Istituzioni finanziarie monetarie, escluso l'Eurosistema. – (3) Il segno (-) indica un aumento di riserve.

Le partite correnti. – Nel 2006 l'avanzo commerciale dell'area è sceso dallo 0,6 allo 0,4 per cento del PIL. La più rapida crescita del valore delle importazioni rispetto a quello delle esportazioni (15,3 e 13,5 per cento rispettivamente) ha riflesso il peggioramento delle ragioni di scambio, imputabile in larga misura ai rincari del petrolio e delle altre materie prime.

In base ai dati in valore, l'interscambio commerciale con i paesi avanzati di più antica industrializzazione è stato meno dinamico sia di quello con i paesi nuovi membri della UE, sia di quello con Russia, Cina, America latina e Turchia. Il saldo delle merci è migliorato in particolare nei confronti dei paesi nuovi membri della UE (tav. 4.3). Ha invece registrato un calo nei confronti del Giappone, in linea con l'apprezzamento dell'euro rispetto allo yen, e del complesso dei rimanenti paesi, dove si concentrano i produttori di petrolio e delle altre materie prime. Il disavanzo nei confronti dei paesi extra UE è cresciuto di oltre il 60 per cento.

Il miglioramento nel saldo dei servizi registrato nel 2006 si inserisce in una tendenza positiva in atto dal 2001. L'avanzo nei confronti dei paesi della UE esterni all'area è cresciuto solo marginalmente, risentendo del calo di circa 2 miliardi di quello verso il Regno Unito, mentre il saldo positivo nei confronti dei paesi non appartenenti alla UE è aumentato di 1,3 miliardi.

Il conto dei redditi ha registrato un surplus di 1,8 miliardi nel 2006, grazie al miglioramento di oltre 13 miliardi del disavanzo di quelli da capitale, derivante principalmente da un aumento dei crediti per redditi da investimenti diretti. Il saldo complessivo è progressivamente migliorato tra il 2002 e il 2006, plausibilmente per il perdurare di differenziali di interesse favorevoli all'area dell'euro e grazie al buon andamento dei dividendi percepiti nelle economie estere in forte crescita.

Tavola 4.3

Area dell'euro: interscambio commerciale fob-fob per paese o area (1)
(miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2005 e composizione percentuale)

PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	
	2006			2006			2005	2006
Paesi della UE esterni all'area	**500,1**	**13,5**	**36,0**	**397,5**	**13,2**	**29,2**	**89,4**	**102,6**
Danimarca	31,5	7,7	2,3	27,2	3,5	2,0	3,0	4,3
Regno Unito	224,3	8,2	16,1	172,5	11,2	12,7	52,3	51,9
Svezia	49,7	10,3	3,6	45,9	12,0	3,4	4,0	3,8
Altri paesi della UE (2)	194,6	22,6	14,0	152,0	18,0	11,2	30,0	42,6
Resto del mondo	**889,9**	**13,5**	**64,0**	**962,0**	**16,2**	**70,8**	**-44,0**	**-72,1**
Canada	17,8	13,7	1,3	10,6	15,5	0,8	6,4	7,2
Giappone	34,1	1,6	2,5	53,6	4,2	3,9	-17,8	-19,4
Stati Uniti	200,9	10,4	14,5	131,8	15,7	9,7	68,0	69,1
Svizzera	77,8	12,3	5,6	68,1	12,7	5,0	8,9	9,7
Altri paesi	559,3	15,7	40,2	697,8	17,7	51,3	-109,5	-138,5
Totale	**1.390,0**	**13,5**	**100,0**	**1.359,5**	**15,3**	**100,0**	**45,4**	**30,5**

Fonte: BCE.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 12 paesi. – (2) L'aggregato include l'interscambio, di ammontare esiguo, con le istituzioni della UE, che sono considerate entità con residenza esterna all'area.

Gli investimenti diretti. – Le uscite nette per investimenti diretti sono risultate pari a quasi 157 miliardi, in diminuzione rispetto ai 210 del 2005.

Quest'ultimo dato risente dell'effetto di un'operazione di ristrutturazione (tra una multinazionale con sede nell'area e una sua affiliata non residente) che aveva generato da sola nel 2005 una crescita dei flussi per investimenti diretti azionari verso l'estero pari a circa 80 miliardi con, in contropartita, un comparabile aumento degli afflussi nelle passività azionarie di portafoglio.

Al modesto incremento degli investimenti diretti dei residenti verso l'esterno dell'area, principalmente verso gli Stati Uniti, si è contrapposta una crescita degli investimenti diretti nell'area da parte dei non residenti di circa il 70 per cento, dopo i valori insolitamente bassi del 2004 e del 2005. Vi hanno contribuito in particolare gli afflussi provenienti dal Regno Unito, dagli Stati Uniti e dai centri offshore.

Gli investimenti di portafoglio e i derivati. – Gli afflussi netti per investimenti di portafoglio sono quasi raddoppiati, portandosi a 273 miliardi e consolidando la crescita in atto dal 2003. La convergenza dei tassi di interesse a lungo termine dell'area verso quelli statunitensi e il progressivo apprezzamento dell'euro nel corso del 2006 hanno accresciuto l'attrattiva dei titoli di debito emessi dai residenti. Il forte aumento delle passività per investimenti di portafoglio è infatti dovuto alla componente di titoli non azionari (saliti a 460 miliardi). Vi sono stati investimenti, da parte dei non residenti, in titoli azionari dell'area per circa 290 miliardi (dai 160 del 2005, al netto dell'operazione di ristrutturazione finanziaria menzionata in precedenza), favoriti dalla crescita dei profitti delle imprese. Dal lato delle attività, alla modesta contrazione degli investimenti azionari (scesi a 130 miliardi) si è contrapposta una decisa crescita di quelli in titoli di

debito (a 348 miliardi), determinata prevalentemente dagli acquisti di strumenti del mercato monetario. Il saldo nei derivati si è ridotto a poco meno di 3 miliardi (da quasi 14 nel 2005).

La posizione patrimoniale verso l'estero e le riserve ufficiali. – Dopo il leggero miglioramento nel corso del 2005, la posizione debitoria netta verso l'estero dell'area dell'euro è tornata a crescere, risultando alla fine del 2006 pari all'11,5 per cento del PIL (10,2 nel 2005). Il deterioramento complessivo di quasi 153 miliardi è stato determinato principalmente dagli afflussi netti registrati dal conto finanziario (134 miliardi), a fronte di aggiustamenti di prezzo e di cambio limitati. A causa della rilevanza degli errori e omissioni, la variazione della posizione patrimoniale sull'estero si discosta fortemente dal saldo da finanziare determinato dalle componenti reali (la somma dei saldi del conto corrente e del conto capitale). Le riserve ufficiali dell'Eurosistema sono salite a quasi 326 miliardi (320 nel 2005), beneficiando degli effetti di rivalutazione delle riserve auree.

I prezzi e i costi

I prezzi al consumo. – Nel 2006 l'inflazione al consumo nell'area dell'euro è rimasta stazionaria, al 2,2 per cento, come in Italia (cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

La decelerazione dei prezzi dei beni energetici ha compensato i rincari dei prodotti alimentari freschi: l'inflazione di fondo (misurata dalle variazioni dell'indice al netto di queste due componenti) è rimasta stabile, all'1,5 per cento (tav. 4.4). I prezzi dei beni energetici sono cresciuti del 7,7 per cento (10,1 nel 2005), contribuendo per 0,7 punti percentuali all'inflazione generale dell'area (0,9 nel 2005).

Le pressioni sui prezzi connesse con la fase di espansione ciclica sono state contrastate dalla moderazione dei costi interni, che hanno beneficiato della elevata ripresa della produttività nel comparto industriale, solo parzialmente recepita negli aumenti dei redditi unitari. A contenere le politiche di prezzo delle imprese dell'area hanno concorso anche l'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro e la graduale rimozione dello stimolo monetario.

In tutti i maggiori paesi dell'area l'inflazione al consumo è rimasta nel 2006 pressoché stabile rispetto all'anno precedente.

Dalla fine degli anni novanta i corsi internazionali del petrolio sono assai cresciuti, solo in parte contenuti dalla rivalutazione dell'euro nei confronti del dollaro, e sono stati caratterizzati da una elevata volatilità. L'adeguamento dei prezzi della benzina è stato diverso nei maggiori paesi dell'area: misurati in base all'indice armonizzato, tra il 1999 e il 2006 i prezzi alla pompa sono cresciuti meno in Italia (34 per cento) rispetto a quanto osservato in Francia (43 per cento) e in Germania (53 per cento). Un nostro recente studio ha analizzato la relazione tra l'andamento dei corsi internazionali del greggio e quello dei prezzi della benzina al netto della fiscalità nei tre paesi. L'adeguamento del prezzo della benzina alle fluttuazioni petrolifere, valutato con dati settimanali nell'arco di due mesi, risulta più elevato in Germania e Francia (rispettivamente 62 e 78 per cento) che in Italia (55 per cento), dove la reazione risulta anche più lenta (tali differenze vanno tuttavia valutate alla luce della complessiva struttura dei costi delle imprese). In tutti i paesi il prezzo della benzina reagisce in maniera più forte e rapida a eventi che mutano in modo significativo le condizioni di offerta del petrolio (decisioni del-

l'OPEC, bruschi cali dell'offerta dei paesi produttori causati da calamità naturali o dall'inasprimento delle tensioni geopolitiche). In concomitanza con questi episodi in Italia si osserva una maggiore sensibilità dei prezzi dei carburanti ad aumenti piuttosto che a diminuzioni del greggio.

Nonostante la recente minore dinamica, in Italia il livello dei prezzi delle benzine al netto dell'imposizione indiretta rimane più elevato, di circa il 12 per cento nella media del 2006, rispetto a quello osservato in Francia e Germania; al divario concorre la frammentazione della struttura distributiva del settore.

Tavola 4.4

Indicatori d'inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro
(variazioni percentuali sul periodo corrispondente)

VOCI	Italia			Germania			Francia			Spagna			Area dell'euro (1)		
	2005	2006	2007 1° trim.	2005	2006	2007 1° trim.	2005	2006	2007 1° trim.	2005	2006	2007 1° trim.	2005	2006	2007 1° trim.
Prezzi al consumo (2)															
Indice generale	2,2	2,2	2,0	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9	1,3	3,4	3,6	2,5	2,2	2,2	1,9
Inflazione di fondo (3)	2,0	1,8	1,9	1,0	0,8	1,7	1,2	1,3	1,4	2,7	3,0	2,7	1,5	1,5	1,9
Beni alimentari trasformati	2,2	2,7	2,6	3,6	2,1	2,4	-0,4	0,6	0,3	3,5	3,9	2,9	2,0	2,1	2,1
Beni non alim. e non energ.	1,4	1,2	1,5	-0,4	0,2	1,2	-0,2	0,2	0,4	1,0	1,5	1,1	0,3	0,6	1,1
Servizi	2,4	2,0	1,9	1,3	1,0	1,8	2,8	2,4	2,5	3,8	3,9	3,8	2,3	2,0	2,4
Beni alimentari freschi	-0,7	1,6	3,3	0,8	3,2	3,4	1,0	2,6	1,7	3,3	3,9	3,8	0,8	2,8	3,1
Beni energetici	8,7	8,0	2,1	10,3	8,4	2,4	9,8	6,4	0,0	9,7	8,0	-1,1	10,1	7,7	1,1
Prezzi alla produzione (4)	**4,0**	**5,6**	**3,9**	**4,6**	**5,5**	**2,8**	**3,0**	**3,4**	**2,0**	**4,9**	**5,3**	**2,6**	**4,1**	**5,1**	**2,9**
Deflatore del PIL	**2,2**	**1,8**		**0,6**	**0,3**		**1,8**	**2,1**		**4,1**	**3,8**		**1,9**	**1,7**	

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Media ponderata degli indici dei paesi appartenenti all'area dell'euro alla data indicata. – (2) Indice armonizzato dei prezzi al consumo. – (3) Al netto dei beni alimentari freschi e di quelli energetici. – (4) Indice dei prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno.

I prezzi dei beni non alimentari e non energetici hanno accelerato nel corso dell'anno, riflettendo la parziale trasmissione ai prezzi finali dei passati rincari delle materie prime in un contesto di forte espansione della domanda. Nel complesso del 2006 il ritmo di crescita dei prezzi di questi beni è rimasto comunque contenuto (0,6 per cento) grazie alla moderazione dei costi di origine interna. L'inflazione nel comparto dei servizi è ulteriormente scesa, al 2,0 per cento, beneficiando soprattutto del calo delle tariffe telefoniche e dei minori rincari dei trasporti aerei rispetto all'anno precedente.

La dispersione dell'inflazione tra i paesi dell'area si è ridotta. In particolare, il differenziale dell'Italia nei confronti della media dell'area, che nel 2003 aveva raggiunto quasi un punto percentuale, è successivamente disceso, per annullarsi dal 2005. A fronte di una evoluzione più favorevole delle componenti erratiche dell'indice rispetto al complesso degli altri paesi, quelle di fondo hanno continuato a registrare in Italia una crescita più sostenuta (nel 2006 più elevata di 0,3 punti percentuali). Questa differenza è riconducibile quasi per intero all'andamento dei prezzi al consumo dei prodotti non energetici e non alimentari e riflette una dinamica del CLUP nel settore industriale meno favorevole rispetto alla media dell'area.

I prezzi alla produzione, i costi e i margini. – Nel 2006 il rialzo dell'inflazione alla produzione (al 5,1 per cento dal 4,1 nel 2005; tav. 4.4) ha riflesso quello dei beni intermedi non energetici; il ritmo di crescita dei prezzi dei prodotti energetici è rimasto pressoché costante, al 13,3 per cento.

La componente importata dei costi per le imprese, misurata dal deflatore implicito delle importazioni di beni, è cresciuta del 4,4 per cento (3,6 nel 2005), risentendo prevalentemente dell'accelerazione delle quotazioni delle materie di base non energetiche. I prezzi in dollari di questi prodotti sono saliti di quasi il 30 per cento nella media dell'anno, quelli del greggio (qualità Brent) di circa il 20.

Tavola 4.5

Costo del lavoro per unità di prodotto e sue componenti nei maggiori paesi dell'area dell'euro
(variazioni percentuali sull'anno precedente)

PAESI	Costo del lavoro per dipendente (1)		Produttività del lavoro						Costo del lavoro per unità di prodotto	
					di cui:					
					Valore aggiunto (2)		Occupati (1)			
	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006	2005	2006
					Industria al netto delle costruzioni (3)					
Germania	0,6	2,2	4,7	6,1	2,9	5,0	-1,7	-1,0	-4,0	-3,7
Francia	2,0	3,7	4,4	4,4	2,0	2,3	-2,3	-1,9	-2,4	-0,6
Italia	2,8	2,7	0,3	1,2	-1,8	2,5	-2,1	1,3	2,4	1,4
Spagna	2,8	3,0	0,4	3,1	0,7	3,1	0,3	0,0	2,4	-0,1
Euro 4 (4)	1,3	2,5	2,8	4,1	1,4	3,7	-1,4	-0,4	-1,5	-1,5
					Servizi (5)					
Germania	-0,2	0,2	0,1	0,4	0,8	1,8	0,7	1,3	-0,3	-0,2
Francia	2,8	3,2	0,5	0,9	1,5	2,1	1,0	1,1	2,3	2,3
Italia	3,5	2,5	0,5	-0,3	1,0	1,6	0,5	1,9	3,0	2,9
Spagna	2,1	3,5	0,8	0,1	4,4	3,6	3,5	3,4	1,3	3,3
Euro 4 (4)	1,5	1,9	0,1	0,2	1,5	2,1	1,3	1,8	1,4	1,7
					Totale economia					
Germania	-0,1	0,6	1,2	1,9	1,1	2,7	-0,1	0,7	-1,3	-1,2
Francia	2,6	3,3	0,6	1,3	1,1	2,1	0,5	0,8	2,0	2,0
Italia	3,1	2,5	0,4	0,1	0,2	1,7	-0,2	1,6	2,7	2,5
Spagna	2,6	3,4	0,1	0,5	3,3	3,6	3,1	3,1	2,5	2,9
Euro 4 (4)	1,4	2,0	0,4	1,0	1,2	2,4	0,8	1,4	1,0	1,0

Fonte: elaborazioni su dati Eurostat.
(1) Per Francia, Italia e Spagna, unità standard di lavoro. – (2) Quantità a prezzi concatenati. – (3) Attività manifatturiere, estrazione di minerali e produzione e distribuzione di energia elettrica. – (4) Francia, Germania, Italia e Spagna. – (5) Comprende i settori "commercio, trasporti e telecomunicazioni", "intermediazione finanziaria e proprietà immobiliari" e "altri servizi".

Nonostante queste pressioni, i prezzi alla produzione dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo hanno rallentato allo 0,9 per cento, grazie alla moderazione dei costi di origine interna e all'apprezzamento del cambio. Il CLUP nel settore industriale è calato dell'1,5 per cento nella media dei quattro maggiori paesi (tav. 4.5) in virtù di guadagni di produttività superiori al 4 per cento. Nel settore dei servizi, il rallentamento del valore aggiunto per occupato ha sospinto il CLUP dall'1,4 per cento nel 2005 all'1,7 lo scorso anno. Nel complesso dell'economia la dinamica del

CLUP si è mantenuta sostanzialmente inalterata intorno all'1,0 per cento; l'aumento del ritmo di crescita della produttività ha compensato quello del costo del lavoro per dipendente dopo il rallentamento nel triennio precedente.

In Germania la crescita dei redditi unitari è rimasta contenuta favorendo, in presenza di una più sostenuta dinamica della produttività, un ulteriore calo del CLUP. In Francia i redditi da lavoro hanno invece accelerato, aumentando del 3,3 per cento nella media dell'anno; il ritmo di crescita del CLUP, stabile al 2 per cento, è stato frenato dal rialzo della produttività. In Spagna, a fronte della sostenuta crescita dei redditi unitari, la dinamica del valore aggiunto per occupato è rimasta debole, determinando un'ulteriore perdita di competitività: il CLUP è aumentato di quasi il 3 per cento. In Italia la dinamica del CLUP è risultata di poco superiore a quella media dell'area (cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

La moderazione salariale e il recupero della produttività hanno consentito alle imprese industriali dell'area di espandere i propri margini di profitto. Secondo i dati di contabilità nazionale, la quota dei profitti sul valore aggiunto nel complesso dell'industria in senso stretto è salita di oltre un punto percentuale rispetto al 2005, al 31,0 per cento.

L'apprezzamento dell'euro ha spinto i produttori dell'area a contenere i prezzi all'esportazione nonostante l'espansione della domanda mondiale. I rincari dei beni venduti sui mercati esteri, misurati dalla crescita del deflatore delle esportazioni di beni (2,7 per cento), sono risultati pressochè in linea con quelli praticati sull'interno al netto della componente energetica (nel 2005 si era registrato un divario di circa sette decimi di punto).

Nel settore dei servizi la crescita più sostenuta del CLUP ha determinato una lieve compressione dei margini.

Le aspettative d'inflazione. – Le attese di inflazione nell'area dell'euro per la media del 2007, censite da Consensus Forecasts presso gli operatori professionali, dopo essere state riviste lievemente al rialzo nel corso del 2006 si sono attestate negli ultimi mesi poco al di sotto della soglia del 2 per cento (tav. 4.6). Esse sono sostanzialmente in linea con le previsioni dei principali organismi internazionali che scontano una moderazione delle quotazioni del petrolio e dei costi interni.

Tavola 4.6

Aspettative e previsioni d'inflazione nei maggiori paesi dell'area dell'euro

PAESI	2007				2008			
	Consensus Forecasts (1)	FMI (2)	OCSE (3)	CE (4)	*Consensus Forecasts* (1)	FMI (2)	OCSE (3)	CE (4)
Italia	1,8	2,1	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
Francia	1,4	1,7	1,4	1,5	1,6	1,8	1,6	1,7
Germania	1,8	2,0	1,9	1,9	1,5	1,6	1,0	1,7
Spagna	2,5	2,6	2,7	2,4	2,7	2,7	3,2	2,6
Area dell'euro (5)	1,9	2,0	1,9	1,9	1,9	2,0	1,8	1,9

Fonte: *Consensus Forecasts*, FMI, OCSE, Commissione europea.
(1) Formulate a maggio 2007. – (2) Formulate ad aprile 2007. – (3) Formulate a dicembre 2006. – (4) Commissione europea; formulate a maggio 2007. – (5) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi.

Sugli orizzonti più distanti le aspettative prefigurano un quadro di stabilità dell'inflazione nell'area, intorno al 2 per cento. Sullo stesso livello si collocano le attese di inflazione desumibili dai mercati finanziari.

L'occupazione

Sospinta dalla fase congiunturale positiva, nel 2006 la crescita dell'occupazione nell'area dell'euro ha accelerato all'1,4 per cento (0,6 del 2005), aumentando di quasi due milioni di unità.

In base ai dati dell'Eurostat il tasso di occupazione della popolazione in età da lavoro è salito al 64,4 per cento, un punto percentuale in più rispetto all'anno precedente; è ulteriormente cresciuta l'incidenza del lavoro a tempo parziale e di quello a tempo determinato. L'aumento del tasso di occupazione è stato più accentuato per le donne (al 56,4 per cento, dal 55,2 del 2005) e per le persone con età compresa tra i 55 e i 64 anni (al 41,7 per cento, dal 40,2). Nonostante i progressi realizzati, gli indicatori del mercato del lavoro nei paesi dell'area dell'euro si discostano ancora sensibilmente dagli obiettivi dell'Agenda di Lisbona per il 2010, che fissano il tasso di occupazione complessivo al 70 per cento, quello femminile al 60 per cento, quello della popolazione di età tra i 55 e i 64 anni al 50 per cento.

È proseguita la flessione del tasso di disoccupazione, diminuito di 0,7 punti percentuali al 7,9 per cento; il tasso di attività ha continuato a espandersi (al 70,4 per cento dal 69,8 nel 2005).

In Germania, dopo aver ristagnato nel 2005, l'occupazione è tornata a crescere (0,7 per cento): vi ha contribuito l'aumento del lavoro dipendente di tipo tradizionale, favorito dalla fase di espansione ciclica e dal venir meno dei sussidi per l'avvio dell'attività di impresa e di parte delle agevolazioni contributive per le forme di lavoro flessibile (i cosiddetti *mini-jobs*). Il tasso di disoccupazione è sensibilmente diminuito, all'8,4 per cento (dal 9,5 del 2005). Il confronto con il 2005 potrebbe tuttavia risentire dei cambiamenti intervenuti nelle modalità di rilevazione delle forze di lavoro nel corso di tale anno.

In Francia l'occupazione, misurata in termini di unità standard di lavoro, è aumentata dello 0,8 per cento, in lieve accelerazione rispetto all'anno precedente. Il tasso di disoccupazione è lievemente diminuito, passando dal 9,7 al 9,4 per cento.

In Spagna la dinamica dell'occupazione si è mantenuta sostenuta (3,1 per cento nella media dell'anno, come nel 2005). Al pari degli anni precedenti, la crescita è stata trainata dalla componente a tempo determinato, pari a circa un terzo del totale, nonostante l'introduzione durante l'anno di incentivi di natura fiscale a sostegno del lavoro permanente. Il tasso di disoccupazione è sceso all'8,6 per cento, 0,6 punti in meno rispetto al 2005.

5. LE POLITICHE DI BILANCIO

Le politiche di bilancio nel 2006. – Nell'area dell'euro il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche è diminuito per il terzo anno consecutivo, passando dal 2,5 per cento del PIL del 2005 all'1,6 nel 2006; il miglioramento ha interessato tutti i paesi dell'area con l'eccezione dell'Italia (tav. 5.1). Va peraltro rilevato che i due oneri di carattere straordinario che hanno interessato i conti pubblici dell'Italia nel 2006 (le spese connesse con la sentenza della Corte di giustizia europea in materia di IVA e con la cancellazione dei crediti dello Stato nei confronti della TAV; cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*) hanno contribuito al disavanzo dell'area per 0,3 punti percentuali del prodotto.

Tavola 5.1

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: risultati 2003-06
(in percentuale del PIL)

	Indebitamento netto				Debito			
	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006
Germania	4,0	3,7	3,2	1,7	63,9	65,7	67,9	67,9
Francia	4,1	3,6	3,0	2,5	62,4	64,3	66,2	63,9
Italia	3,5	3,5	4,2	4,4	104,3	103,8	106,2	106,8
Spagna	0,0	0,2	-1,1	-1,8	48,8	46,2	43,2	39,9
Paesi Bassi	3,1	1,8	0,3	-0,6	52,0	52,6	52,7	48,7
Belgio	-0,1	0,0	2,3	-0,2	98,6	94,3	93,2	89,1
Austria	1,6	1,2	1,6	1,1	64,6	63,9	63,5	62,2
Grecia	6,2	7,9	5,5	2,6	107,8	108,5	107,5	104,6
Irlanda	-0,4	-1,4	-1,0	-2,9	31,2	29,7	27,4	24,9
Finlandia	-2,5	-2,3	-2,7	-3,9	44,3	44,1	41,4	39,1
Portogallo	2,9	3,3	6,1	3,9	56,8	58,2	63,6	64,7
Slovenia	2,8	2,3	1,5	1,4	28,6	28,9	28,4	27,8
Lussemburgo	-0,4	1,2	0,3	-0,1	6,3	6,6	6,1	6,8
Area euro (1)	3,0	2,8	2,5	1,6	69,2	69,7	70,5	69,0

Fonte: Commissione europea, *Spring Forecasts*, maggio 2007.
(1) L'aggregato dell'area dell'euro si riferisce alla composizione a 13 paesi.

In base agli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2005 e la prima parte del 2006, il disavanzo dell'area sarebbe dovuto diminuire di 0,2 punti percentuali del PIL. I conti pubblici hanno beneficiato delle condizioni congiunturali più favorevoli delle attese, che si sono soprattutto riflesse in una crescita dell'economia dell'area pari al 2,7 per cento, contro il 2,1 desumibile dai programmi.

In Germania e Grecia il disavanzo è stato riportato a un livello inferiore al 3 per cento del PIL, rispettivamente all'1,7 e al 2,6 per cento; in Portogallo e in Italia l'indebitamento netto è rimasto superiore alla soglia indicata dal Trattato di Maastricht, risultando rispettivamente pari al 3,9 e al 4,4 per cento del prodotto (2,5 per cento al netto dei due oneri di carattere straordinario).

L'avanzo primario dell'area è aumentato dallo 0,5 per cento del PIL del 2005 all'1,3 per cento; la spesa per interessi è rimasta stabile al 2,9 per cento. Il miglioramento dei saldi di bilancio deriva principalmente dall'aumento delle entrate, passate dal 45,1 al 45,8 per cento del PIL; le spese primarie sono diminuite di 0,2 punti, al 44,5 per cento del prodotto.

Nelle stime della Commissione europea il disavanzo dell'area corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee è diminuito dal 2,0 per cento del PIL del 2005 all'1,1 nel 2006.

Per la prima volta dopo il 2002, il rapporto fra il debito e il prodotto è sceso, passando dal 70,5 per cento del 2005 al 69,0 nel 2006. Tale dinamica riflette andamenti eterogenei: l'incidenza del debito è rimasta stabile in Germania, è aumentata in Italia, Lussemburgo e Portogallo ed è diminuita negli altri paesi dell'area.

I programmi di stabilità. – In base ai più recenti aggiornamenti dei programmi di stabilità, presentati a partire dalla fine dello scorso ottobre, nel 2007 l'indebitamento netto dell'area dell'euro dovrebbe ridursi ulteriormente (passando dal 2,1 per cento del PIL allora stimato per il 2006 all'1,4; tav. 5.2). Nel 2009, ultimo anno dell'orizzonte previsivo per la maggior parte dei programmi, verrebbe conseguito un saldo di bilancio prossimo al pareggio.

Tavola 5.2

Indebitamento netto e debito delle Amministrazioni pubbliche: obiettivi e previsioni (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	2006	2007	2008	2009
Indebitamento netto				
Obiettivi dei programmi di stabilità	2,1	1,4	1,1	0,5
Consuntivo e previsioni				
FMI	1,6	1,2	1,1	–
Commissione europea	1,6	1,0	0,8	–
Debito				
Obiettivi dei programmi di stabilità	69,3	67,7	66,2	64,3
Consuntivo e previsioni				
FMI	69,3	67,9	66,7	–
Commissione europea	69,0	66,9	65,0	–

Fonte: elaborazioni su dati degli aggiornamenti dei programmi di stabilità presentati tra la fine del 2006 e l'inizio del 2007, su dati FMI *World Economic Outlook*, aprile 2007 e su dati Commissione europea, *Spring Forecasts*, maggio 2007.
(1) Le variabili si riferiscono all'area dell'euro nella composizione a 13 paesi.

L'Italia e il Portogallo, i due paesi che nel 2006 hanno registrato disavanzi superiori al 3 per cento del prodotto, programmano di porre fine alla situazione di disavanzo eccessivo rispettivamente nel 2007 e nel 2008, in coerenza con le indicazioni del Consiglio della UE.

In media i programmi fissano, come obiettivo di medio termine, un saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee in sostanziale pareggio, in linea con le disposizioni del Patto di stabilità e crescita. La maggior parte dei paesi ha indicato un obiettivo di medio termine più ambizioso rispetto a quello strettamente necessario per il rispetto formale del Patto, mirando così a precostituire margini di sicurezza contro il verificarsi di disavanzi eccessivi.

Secondo i programmi, nel 2007 il rapporto tra il debito e il prodotto dell'area diminuirebbe di 1,6 punti, al 67,7 per cento del prodotto. La flessione proseguirebbe nel biennio successivo (nel complesso 3,4 punti), portando l'incidenza del debito sul PIL al 64,3 per cento nel 2009.

I Ministri delle finanze e dell'economia dell'Eurogruppo si sono impegnati – il 20 aprile scorso – a perseguire obiettivi di bilancio più ambiziosi di quelli indicati nei programmi e a destinare eventuali entrate superiori alle attese al miglioramento dei conti pubblici. Inoltre, i paesi che non hanno ancora raggiunto l'obiettivo di medio termine si sono impegnati ad attuare nel 2008 politiche di bilancio che consentano di accelerare l'aggiustamento verso tale obiettivo.

Le prospettive per il 2007-08. – Le recenti previsioni della Commissione europea indicano per l'area dell'euro una diminuzione dell'incidenza dell'indebitamento netto sul PIL dall'1,6 per cento del 2006 all'1,0 nel 2007 (tav. 5.2). Tale risultato deriva principalmente dal miglioramento dei conti pubblici atteso per la Germania e l'Italia. In Germania l'indebitamento netto diminuirebbe di 1,1 punti percentuali del PIL, allo 0,6 per cento; in Italia esso passerebbe dal 4,4 al 2,1 per cento, principalmente in connessione con il venire meno degli oneri straordinari che hanno gravato sul risultato dello scorso anno. In Francia l'indebitamento netto resterebbe sostanzialmente stabile (2,4 per cento).

Per il 2008, nell'ipotesi di politiche invariate, la Commissione stima il disavanzo dell'area allo 0,8 per cento. La Germania ridurrebbe il disavanzo allo 0,3 per cento del PIL; in Francia l'indebitamento netto scenderebbe all'1,9 per cento; in Italia esso rimarrebbe sostanzialmente stabile. In assenza di ulteriori interventi correttivi, il Portogallo non rispetterebbe la scadenza del 2008 fissata dal Consiglio della UE per riportare il disavanzo al di sotto del limite del 3 per cento del PIL: l'indebitamento netto sarebbe pari al 3,2 per cento.

Lo scorso 16 maggio, alla luce dei risultati di bilancio del 2006 e delle recenti previsioni per il 2007 e per il 2008, la Commissione europea ha espresso parere favorevole all'abrogazione della Procedura per i disavanzi eccessivi nei confronti della Germania e della Grecia. A gennaio il Consiglio della UE aveva già abrogato la Procedura avviata nei confronti della Francia nell'aprile del 2003, ritenendo che l'indebitamento netto fosse stato ricondotto al di sotto del limite del 3 per cento in maniera credibile e duratura.

Complessivamente, nel periodo 2006-08 la Germania migliorerebbe il saldo di bilancio in misura significativa, tanto da passare da disavanzi superiori al 3 per cento del PIL (3,2 nel 2005) al sostanziale pareggio atteso per il 2008. La correzione deriverebbe da una riduzione delle spese correnti primarie dell'ordine di un punto percentuale del PIL l'anno; nell'arco del triennio l'incidenza delle entrate resterebbe sostanzialmente invariata. Un miglioramento analogo dei saldi di bilancio è stato conseguito dai Paesi Bassi, passati da un indebitamento netto pari al 3,1 per cento del PIL nel 2003 a un avanzo dello 0,6 per cento nel 2006.

I paesi dell'area dell'euro che non hanno ancora conseguito il proprio obiettivo di bilancio di medio termine, in base agli accordi sottoscritti in sede europea, dovrebbero migliorare il proprio saldo di bilancio corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure una tantum di almeno 0,5 punti percentuali del PIL l'anno. Secondo le previsioni della Commissione europea, in ciascun anno del biennio 2007-08, il miglioramento sarebbe inferiore al mezzo punto percentuale nella maggior parte dei paesi; nel 2007 esso sarebbe superiore a tale soglia in Germania e Italia, dove nel biennio il miglioramento complessivo sarebbe di circa 0,8 punti.

Il rapporto tra il debito pubblico e il prodotto nell'area diminuirebbe di circa due punti percentuali l'anno, passando dal 69,0 per cento del 2006 al 65,0 nel 2008. Nel biennio 2007-08 l'incidenza del debito sul prodotto diminuirebbe in misura superiore alla media dell'area in Grecia (-7,1 punti percentuali del PIL, al 97,6 per cento), in Belgio (-6,5 punti, all'82,6), in Spagna (-5,2 punti, al 34,6) e in Germania (-4,3 punti, al 63,6). In Italia nel 2008 il debito sarebbe pari al 103,1 per cento del PIL, contro il 106,8 del 2006.

La sostenibilità di lungo periodo. – Nell'ottobre del 2006 la Commissione europea ha pubblicato un rapporto sulla sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche dei paesi della UE. Il lavoro si basa sulle stime presentate a febbraio dalla Commissione e dal Comitato di politica economica nel rapporto sull'impatto dell'invecchiamento della popolazione sulla spesa pubblica (cfr. il capitolo della sezione C: *Programmi e prospettive per le politiche di bilancio* nella Relazione sull'anno 2005). Secondo tali stime – rispetto al 2005 – la spesa complessiva per pensioni, sanità, cure di lunga durata, istruzione e sostegno ai redditi per i disoccupati aumenterebbe in media di circa quattro punti percentuali del PIL entro il 2050. Il rapporto mostra come, a partire dalla situazione dei conti pubblici nel 2005 e in assenza di riforme, per assicurare la sostenibilità delle finanze pubbliche nel lungo periodo sarebbe necessaria una riduzione duratura delle spese non collegate all'invecchiamento della popolazione o un equivalente aumento delle entrate pari, in media, a circa 3,5 punti del PIL. In assenza di interventi, il debito pubblico nella UE rimarrebbe pari a circa il 60 per cento del prodotto fino al 2020; successivamente l'incidenza del debito aumenterebbe fortemente raggiungendo circa il 200 per cento del PIL nel 2050.

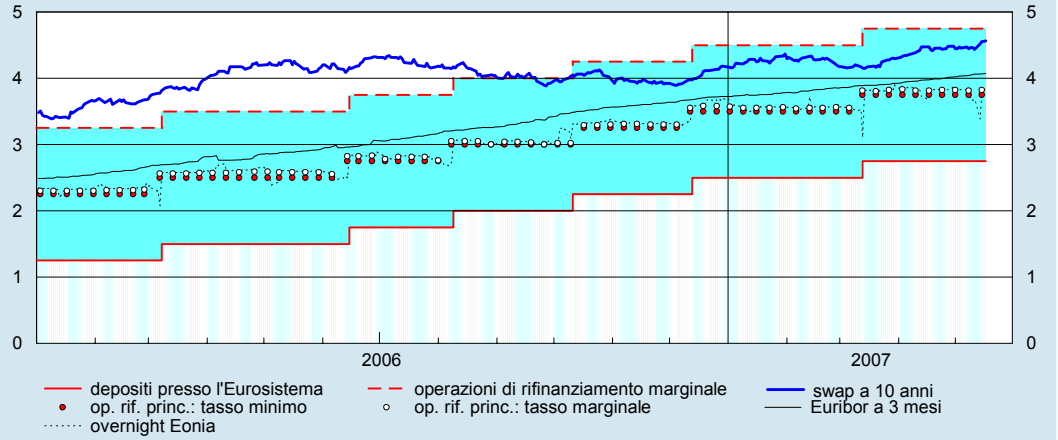
Alla luce di tali andamenti tendenziali, il rapporto suggerisce che i paesi dell'Unione introducano riforme strutturali. Nell'ipotesi in cui le riforme consentissero a tutti i paesi europei di raggiungere l'obiettivo di medio periodo nel 2010, il conseguimento della sostenibilità di lungo periodo delle finanze pubbliche sarebbe molto meno oneroso: in media sarebbe necessario apportare una correzione duratura delle spese o delle entrate pari a circa 1,5 punti percentuali del PIL. Il debito si attesterebbe su valori inferiori al 60 per cento del prodotto fino a circa il 2040, raggiungendo valori prossimi all'80 per cento nel 2050. Nell'area dell'euro, Grecia, Portogallo e Slovenia sono i paesi con una sostenibilità delle finanze pubbliche maggiormente a rischio. Paesi Bassi, Austria e Finlandia sono invece i paesi con rischi di minore entità, principalmente in connessione con le riforme previdenziali varate negli ultimi anni.

6. LA POLITICA MONETARIA COMUNE

Nel corso del 2006 il Consiglio direttivo della Banca centrale europea (BCE) ha progressivamente ridotto il grado di accomodamento delle condizioni monetarie, rispetto al livello molto espansivo della fine del 2005. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato aumentato in cinque occasioni, di 25 punti base ciascuna; a fine anno, ha raggiunto il 3,5 per cento (fig. 6.1).

Figura 6.1

Tassi d'interesse ufficiali e dei mercati monetario e finanziario nell'area dell'euro
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: BCE, Reuters, Telerate.

L'adeguamento delle condizioni monetarie ha fatto seguito a un triennio in cui i tassi d'interesse a breve termine erano rimasti su valori pressoché nulli in termini reali. Le decisioni del Consiglio direttivo hanno risposto all'esigenza di contrastare i rischi al rialzo sui prezzi e di mantenere stabili le aspettative di inflazione nel medio periodo, in presenza di una vivace dinamica dei corsi dei beni energetici nella prima metà dell'anno, di una progressiva ripresa dell'attività economica, favorita sia dal rafforzamento della domanda interna sia dalla forte crescita dell'economia mondiale, e di una dinamica assai sostenuta della moneta e del credito, che indicava condizioni di liquidità molto espansive.

Nel marzo del 2007, in concomitanza con segnali di un ulteriore miglioramento delle prospettive di crescita, il Consiglio direttivo ha aumentato nuovamente il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali di 25 punti base, al 3,75 per cento.

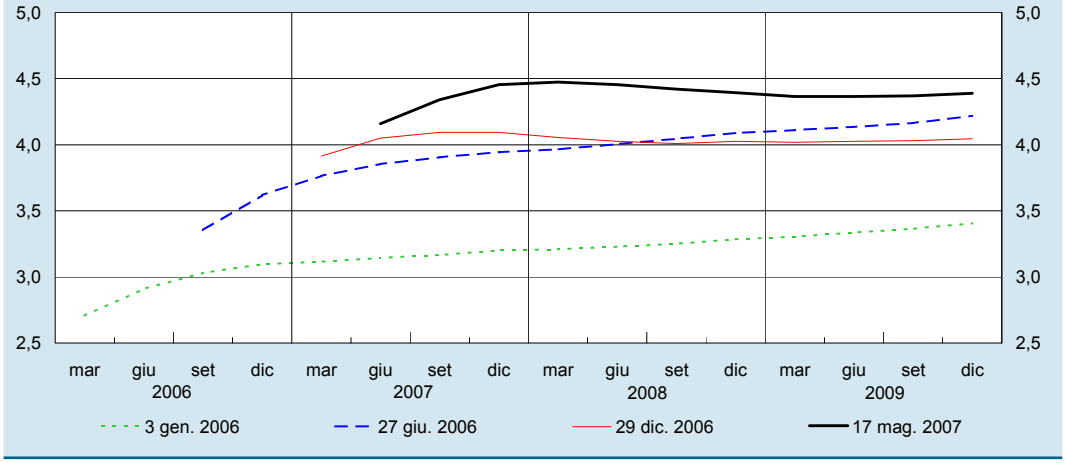
I tassi d'interesse e il cambio dell'euro

I tassi d'interesse a breve termine. – Nel corso dell'anno gli indicatori congiunturali hanno confermato il procedere della ripresa e avvalorato lo scenario di rafforzamento dell'attività economica. Le previsioni macroeconomiche formulate dagli esperti dell'Eurosistema e della BCE sono state riviste verso l'alto. Fino ad agosto il tasso di inflazione si è mantenuto al di sopra del 2 per cento, riflettendo l'aumento dei corsi petroliferi; permaneva il rischio di un'ulteriore accelerazione dei prezzi al consumo, qualora i rincari del greggio si fossero riverberati sulla dinamica dei salari e degli altri prezzi, in una fase di miglioramento della dinamica dell'occupazione.

A partire dall'autunno, l'apprezzamento dell'euro e la flessione delle quotazioni del petrolio hanno favorito la diminuzione dell'inflazione al di sotto del 2 per cento.

Figura 6.2

Tassi dei futures sull'Euribor a tre mesi (1)
(valori percentuali)



Fonte: Reuters.
(1) Ogni curva è relativa alla data di contrattazione indicata nella legenda. Sull'asse orizzontale sono riportati i mesi in cui cade il giorno di regolamento dei contratti futures (intorno al quindicesimo giorno del mese) a cui si riferiscono i rendimenti.

La struttura a termine dei rendimenti a breve ha riflesso l'evoluzione delle aspettative sui tassi ufficiali. Dall'inizio dell'anno, essa ha assunto una pendenza positiva e si è spostata verso l'alto in misura marcata, incorporando le prospettive di un graduale adeguamento delle condizioni monetarie al miglioramento congiunturale e alle pressioni sui prezzi (fig. 6.2). Tra gennaio e dicembre i tassi d'interesse a tre mesi sono aumentati di 1,2 punti percentuali, portandosi al 3,7 per cento.

Nel corso dell'anno il Consiglio direttivo della BCE ha più volte indicato che la politica monetaria continuava a essere espansiva e che, se le prospettive di crescita e di inflazione fossero state confermate dai dati, il proseguimento della rimozione dell'orientamento accomodante di politica monetaria sarebbe stato necessario.

La comunicazione al pubblico, da parte delle banche centrali, dei propri obiettivi, del modo di raggiungerli e delle valutazioni sull'andamento della congiuntura ha assunto un ruolo sempre più importante nella conduzione della politica monetaria. Pressoché tutte le banche centrali adottano una definizione esplicita degli obiettivi finali, comunicano al pubblico le loro analisi in modo dettagliato e pubblicano periodicamente le loro previsioni macroeconomiche. In particolare la BCE ha un obiettivo primario di stabilità dei prezzi, definito come un tasso di inflazione al di sotto ma prossimo al 2 per

cento nel medio periodo, pubblica regolarmente le previsioni elaborate dagli esperti dell'Eurosistema e fornisce una spiegazione delle decisioni di politica monetaria e della situazione congiunturale nel giorno in cui si riunisce il Consiglio direttivo. Esiste un'ampia evidenza empirica che una comunicazione chiara favorisce la prevedibilità delle decisioni di politica monetaria, aiuta a stabilizzare l'inflazione attesa e realizzata e influenza i tassi d'interesse sulle scadenze più lunghe, che rappresentano un importante canale di trasmissione della politica monetaria.

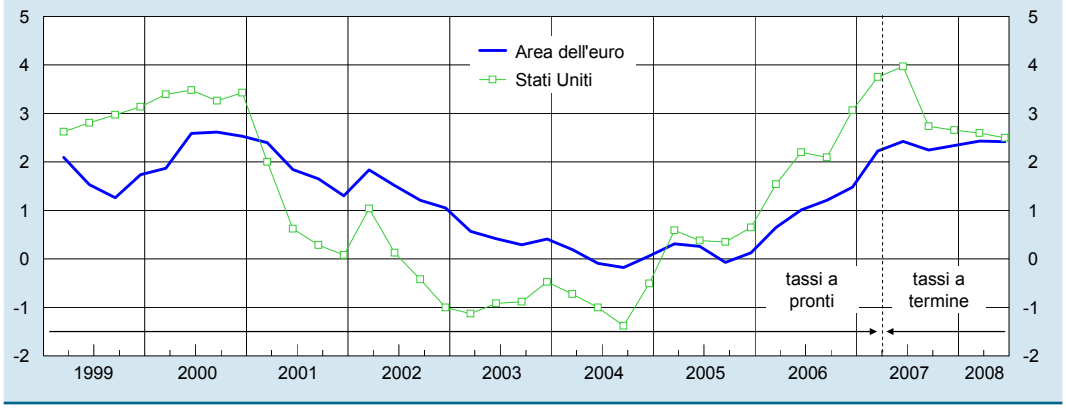
Negli ultimi anni, ha assunto crescente rilevanza tra le banche centrali anche la pratica di fornire al mercato informazioni più esplicite sull'orientamento futuro della politica monetaria, condizionatamente al quadro macroeconomico prevedibile. Gli approcci seguiti sono però molto diversi. Quello prevalente è di dare indicazioni qualitative sulla possibile direzione futura dei movimenti dei tassi ufficiali. Alcune banche centrali (la Reserve Bank of New Zealand, la Norges Bank e di recente la Sveriges Riksbank) hanno invece adottato la prassi di pubblicare direttamente le proprie previsioni quantitative sul sentiero dei tassi d'interesse nel breve e medio termine. Vi è un ampio dibattito, ancora aperto, sull'efficacia di questo aspetto della trasparenza. Secondo alcuni osservatori esso fornirebbe uno strumento aggiuntivo per influenzare le aspettative degli operatori di mercato, rendendo così più agevole il raggiungimento degli obiettivi della banca centrale; secondo altri potrebbe invece rivelarsi controproducente, qualora il pubblico non ne percepisse la natura condizionale. L'evidenza econometrica basata sui rendimenti a termine indica che, in generale, le aspettative di mercato rispondono in maniera coerente agli annunci, sia di tipo qualitativo sia di tipo quantitativo, relativi all'orientamento futuro della politica monetaria. Ciò non sembra tuttavia avvenire in coincidenza con punti di svolta nella direzione del movimento dei tassi ufficiali, quando il mercato tende a reagire in modo eccessivo agli annunci.

Nei primi mesi del 2007, in concomitanza con un'ulteriore revisione al rialzo delle attese di crescita dell'area, la curva dei rendimenti si è spostata verso l'alto. È proseguito l'aumento dei tassi d'interesse a tre mesi sul mercato monetario che, a metà maggio, hanno raggiunto il 4,1 per cento.

Nel 2006 l'innalzamento dei tassi d'interesse nominali a breve termine si è riflesso pressoché per intero in un aumento dei rendimenti reali, in un contesto caratterizzato da aspettative di inflazione a breve termine stabili (fig. 6.3). I tassi reali hanno raggiunto l'1,5 per cento a dicembre e si sono portati al 2 per cento a metà maggio di quest'anno; erano pressoché nulli alla fine del 2005. Secondo le attese degli operatori di mercato, dovrebbero mantenersi su valori di poco al di sopra del 2 per cento anche nella restante parte del 2007. Questo livello resta inferiore a quello registrato in media negli ultimi tre decenni in Germania.

Figura 6.3

Tassi d'interesse reali a tre mesi a pronti e a termine (1)
(dati trimestrali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Reuters e Consensus Economics.
(1) Tassi d'interesse nominali a 3 mesi sugli eurodepositi (medie dei dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre; da giugno 2007 tassi nominali impliciti nei contratti futures rilevati nel mese di aprile), deflazionati con le aspettative di inflazione per il trimestre successivo rilevate presso gli operatori professionali dal sondaggio trimestrale *Consensus Forecasts*.

La teoria economica definisce come tasso d'interesse reale "naturale" quello compatibile con un livello della domanda aggregata in linea con il prodotto potenziale e con prezzi stabili. La stima del tasso naturale presenta tuttavia un elevato grado di incertezza e dipende fortemente dal metodo e dalle ipotesi adottate: per questa ragione, nessuna banca centrale basa le proprie decisioni esclusivamente sulle indicazioni provenienti da una stima numerica del livello di equilibrio dei tassi d'interesse reali.

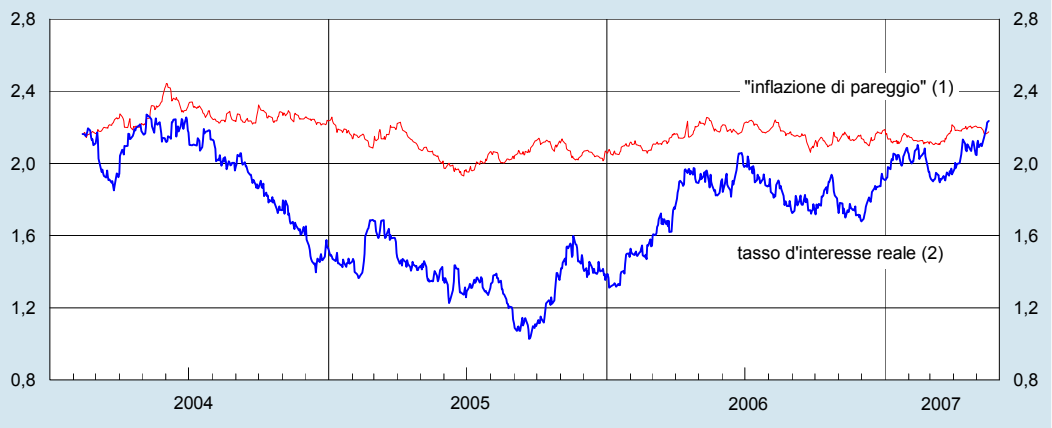
L'ampia evidenza disponibile, basata su diversi approcci metodologici (modelli dinamici di equilibrio economico generale e modelli puramente statistici), suggerisce tuttavia che, dalla fine degli anni novanta, il livello del tasso naturale nell'area dell'euro è diminuito. Le valutazioni più recenti indicano, per il tasso reale naturale nell'area, un intervallo di stima piuttosto ampio, compreso tra l'1,5 e il 2,5 per cento nella media del 2006. L'ampiezza di questo intervallo conferma l'elevata incertezza che circonda le stime; queste ultime suggeriscono, tuttavia, che all'inizio dell'anno le condizioni monetarie erano ancora estremamente espansive, per poi convergere verso una situazione meno discosta da quella neutrale.

I rendimenti a lungo termine. – I tassi d'interesse a lungo termine sono gradualmente aumentati, riflettendo l'evoluzione del quadro congiunturale. Nella prima parte del 2006, i rendimenti impliciti negli swap d'interesse a 10 anni sono aumentati di 9 decimi, al 4,3 per cento, in coincidenza con il miglioramento delle previsioni di crescita dell'area; hanno poi oscillato su valori prossimi al 4 per cento a partire dall'estate, a seguito della diffusione di dati contrastanti sulle prospettive dell'economia mondiale. In dicembre sono risaliti al 4,2 per cento.

L'aumento dei tassi d'interesse nominali a lungo termine è stato sospinto da quello della componente reale, mentre le aspettative di inflazione sono rimaste sostanzialmente stabili. Il rendimento implicito nelle quotazioni dei titoli di Stato italiani indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro, con scadenza nel 2014, è aumentato nell'anno di 6 decimi, portandosi all'1,9 per cento (fig. 6.4). Le aspettative di inflazione a lungo termine implicite nelle stesse quotazioni (la cosiddetta inflazione di pareggio) sono aumentate solo di un decimo di punto percentuale, al 2,2 per cento, valore lievemente al di sopra della definizione di stabilità dei prezzi adottata dalla BCE, ma che incorpora verosimilmente anche un premio per il rischio.

Figura 6.4

"Inflazione di pareggio" e tasso d'interesse reale a lungo termine
(dati giornalieri; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Differenziale tra il rendimento nominale dei BTP con scadenza 2014 e quello dei BTP indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro di pari scadenza. – (2) Rendimento dei BTP indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro con scadenza 2014.

I tassi d'interesse a lungo termine possono essere espressi come la somma del livello atteso del tasso d'interesse reale di equilibrio, delle aspettative di inflazione a lungo termine e di una compensazione per il rischio. Negli anni recenti, è stato argomentato che il livello storicamente basso raggiunto dai

rendimenti a lungo termine nei principali paesi industriali sarebbe dovuto a una forte riduzione del premio per il rischio.

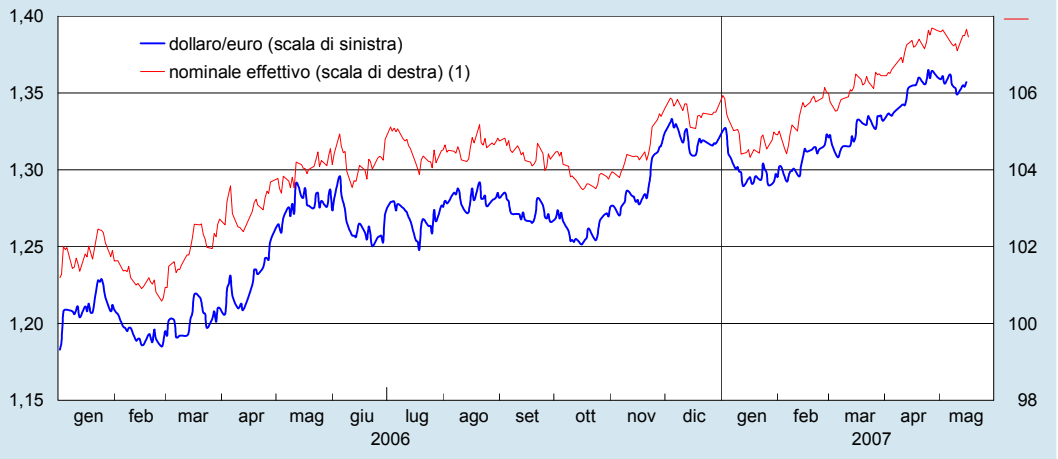
Utilizzando un'analisi della struttura per scadenza dei tassi d'interesse basata su un modello che incorpora la possibilità di variazioni del livello del tasso d'interesse reale di equilibrio e dell'inflazione di lungo periodo, l'importanza della riduzione dei premi per il rischio nello spiegare l'attuale livello dei tassi d'interesse a lungo termine verrebbe ridimensionata. Secondo questa analisi, la riduzione dei rendimenti registrata dall'avvio della terza fase della UEM rifletterebbe una contrazione del tasso d'interesse reale di equilibrio, aspettative di inflazione di lungo termine che si sono mantenute stabili su valori prossimi al 2 per cento e una stima della compensazione per il rischio attualmente pari a circa 0,5 punti percentuali, un valore in linea con quello degli inizi del 1999.

L'aumento dei tassi nominali e reali a lungo termine è proseguito nella prima parte del 2007, in concomitanza con un ulteriore miglioramento delle prospettive di crescita nell'area.

Il cambio dell'euro. – Nel 2006 il cambio dell'euro si è apprezzato in termini nominali effettivi del 4,5 per cento (fig. 6.5). Tale andamento ha principalmente riflesso il rafforzamento della valuta dell'area nei confronti del dollaro statunitense (11,6 per cento) e dello yen (13,0 per cento), a fronte di un lieve deprezzamento rispetto alla sterlina (1,9 per cento). L'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro è avvenuto in un contesto di tendenziale debolezza della valuta statunitense; vi hanno contribuito anche il progressivo miglioramento delle prospettive di crescita dell'area e il mutare delle aspettative di mercato sugli orientamenti della politica monetaria nelle due economie (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, le bilance dei pagamenti e i mercati valutari e finanziari*).

Figura 6.5

Tasso di cambio dollaro/euro e cambio nominale effettivo dell'euro
(dati giornalieri)



Fonte: BCE
(1) Indice: 1° trim. 1999=100. Un aumento dell'indice segnala un apprezzamento.

L'effetto delle fluttuazioni del tasso di cambio sull'attività economica e sulla dinamica dei prezzi dipende da numerosi fattori: il grado di apertura dell'economia al commercio internazionale, le caratteristiche della domanda e dell'offerta in ciascun paese, la persistenza dei movimenti del cambio e le strategie di fissazione dei prezzi da parte delle imprese. Secondo la maggior parte delle analisi recenti, nell'area dell'euro una variazione del tasso di cambio avrebbe effetti di dimensione relativamente contenuta sia sui prezzi al consumo sia sul prodotto. Un apprezzamento permanente del cambio effettivo nominale dell'area del 5,0 per cento ridurrebbe la crescita del PIL di circa due decimi di punto percentuale in ciascuno dei due anni successivi; la diminuzione dell'inflazione sarebbe invece pari a due e

a tre decimi rispettivamente nel primo e secondo anno. Gli effetti risulterebbero ancora più contenuti qualora le oscillazioni del cambio avessero natura temporanea. Inoltre, l'avvio della UEM potrebbe avere determinato una riduzione, ancora difficile da valutare, dell'effetto dei movimenti del cambio sul prodotto e sull'inflazione rispetto a quanto osservato in passato, a seguito della maggiore stabilità delle aspettative di inflazione e di un rafforzamento del ruolo dell'euro quale valuta di riferimento negli scambi internazionali.

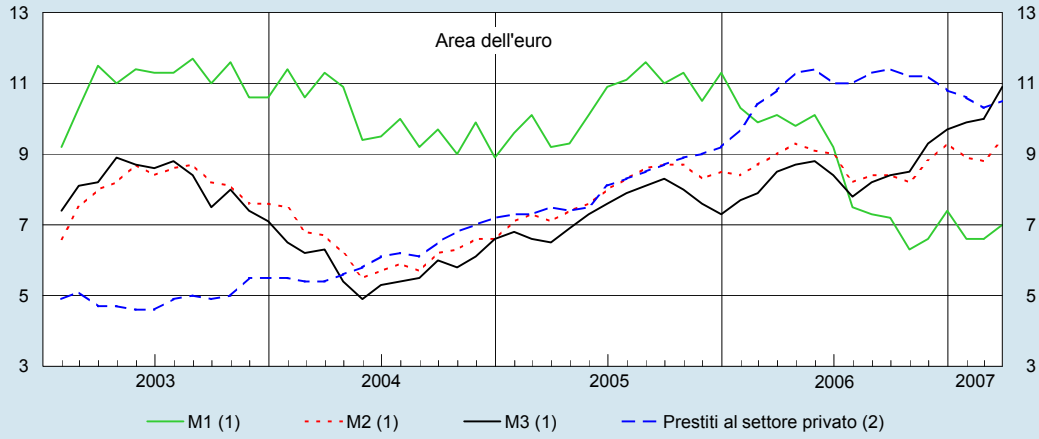
Il rafforzamento della valuta dell'area è proseguito nella prima parte del 2007. Tra gli inizi dell'anno e la metà di maggio l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, dello yen e della sterlina è risultato pari, rispettivamente, al 2,7, al 3,8 e all'1,4 per cento; quello in termini nominali effettivi è stato pari all'1,5 per cento. Alla fine di aprile il cambio dell'euro nei confronti del dollaro ha raggiunto un massimo, 1,36. Al rafforzamento della valuta dell'area nei confronti di quella statunitense ha contribuito la riduzione del differenziale d'interesse tra le due aree.

La moneta e il credito

Nel 2006 l'andamento degli aggregati monetari e creditizi ha continuato a segnalare condizioni di liquidità espansive. La crescita della moneta M3 è stata molto sostenuta; alla fine dell'anno l'aumento sui dodici mesi è stato pari al 9,8 per cento, il valore più alto dall'avvio della politica monetaria unica (fig. 6.6). L'accelerazione è poi proseguita nei primi mesi del 2007.

Figura 6.6

Aggregati monetari e creditizi
(dati di fine mese; variazioni percentuali sui 12 mesi)



Fonte: BCE.
(1) Variazioni calcolate sulla base di dati destagionalizzati e corretti per tener conto degli effetti di calendario. – (2) Prestiti in euro e nelle altre valute concessi dalle Istituzioni finanziarie monetarie (IFM). Il settore privato è costituito da famiglie, imprese non finanziarie, imprese di assicurazione, istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie, fondi comuni non monetari e altre istituzioni finanziarie.

L'aumento dei tassi ufficiali, pur non influenzando la dinamica della M3, si è riflesso in misura rilevante sulla sua composizione. Hanno fortemente decelerato gli strumenti più liquidi, detenuti per finalità transattive: la crescita della M1, che include il circolante e i depositi in conto corrente, è stata del 7,4 per cento, circa 4 punti in meno di quanto registrato un anno prima. L'accelerazione della M3 è interamente attribuibile alle componenti la cui domanda risponde a motivazioni di portafoglio; la M2 è cresciuta del 9,3 per cento, gli strumenti negoziabili (come le quote di fondi di

mercato monetario, i titoli bancari a breve scadenza e i pronti contro termine) sono cresciuti del 12,9 per cento, circa 12 punti in più rispetto all'anno prima. La ricomposizione della moneta a favore delle componenti meno liquide ha riflesso l'evoluzione dei saggi di remunerazione, in particolare l'aumento di quelli a breve termine, che ha reso meno conveniente il possesso di depositi in conto corrente, e la riduzione del differenziale con i rendimenti a lungo termine, favorito dal permanere di questi ultimi su livelli contenuti, che ha reso più conveniente la detenzione di strumenti di mercato a breve anziché a lunga scadenza.

Un indice monetario Divisia, calcolato ponderando le componenti della M3 per il loro grado di liquidità (quest'ultimo misurato in funzione inversa del rendimento), indica una dinamica ancora sostenuta della moneta nell'anno, attorno all'8 per cento, ma in rallentamento, in contrasto con la forte accelerazione della M3.

Negli ultimi cinque anni, la velocità di circolazione della moneta M3 è diminuita in misura molto più marcata che nei decenni precedenti; è emersa una instabilità della relazione tra la domanda di moneta e le sue determinanti fondamentali (il reddito, il livello dei prezzi, i tassi d'interesse) e si è anche ridotto il valore segnaletico della M3 per l'inflazione futura.

A questi sviluppi hanno contribuito diversi fenomeni: le ampie riallocazioni di portafoglio degli operatori da titoli rischiosi verso le attività monetarie, a seguito della flessione delle borse nel triennio 2001-03; il livello storicamente basso dei tassi d'interesse a lungo termine, che rende meno conveniente la detenzione di strumenti finanziari meno liquidi in alternativa a quelli inclusi in M3; le modifiche nella struttura finanziaria dell'area dell'euro, e in particolare il crescente ruolo degli intermediari finanziari non bancari, soprattutto i fondi comuni d'investimento, la cui domanda di strumenti monetari è cresciuta a ritmi assai elevati; infine, l'andamento sostenuto del contante in euro, legato alla sua progressiva diffusione anche all'esterno dell'area.

A seguito di questi fenomeni, l'analisi monetaria e creditizia deve avvalersi di un ampio insieme di indicatori che comprendono anche M3. Studi ancora preliminari suggeriscono che, estraendo le tendenze principali da un ampio insieme di variabili monetarie (i diversi strumenti finanziari inclusi in M3, le quote detenute da famiglie, imprese e intermediari non bancari e il credito), è possibile migliorare significativamente le informazioni sui rischi inflazionistici desumibili dall'analisi monetaria. Queste indicazioni confermano la presenza di condizioni molto espansive nel corso del 2006, pur se in misura minore di quanto suggerito dall'andamento della sola M3.

Nell'anno hanno accelerato i prestiti al settore privato, la cui crescita in dicembre si è portata al 10,8 per cento sui dodici mesi. Alla forte accelerazione dei finanziamenti alle imprese (aumentati del 13,0 per cento nel 2006) si è contrapposto il rallentamento di quelli alle famiglie, particolarmente concentrato nella componente destinata all'acquisto di abitazioni, la cui dinamica è comunque rimasta robusta (8,2 per cento).

I risultati della *Bank Lending Survey,* condotta trimestralmente dall'Eurosistema, indicano che, in un contesto caratterizzato da condizioni di finanziamento ancora distese, il rafforzamento dell'attività economica si è riflesso in una domanda crescente di prestiti da parte delle imprese, a seguito delle esigenze di finanziamento degli investimenti fissi e del capitale circolante. Alla domanda di credito delle imprese hanno anche contribuito, in misura non trascurabile, operazioni di finanza straordinaria, in particolare fusioni e acquisizioni. Per quanto riguarda le famiglie, l'aumento dei tassi sui mutui ipotecari e la moderazione nei mercati immobiliari di alcuni paesi dell'area hanno determinato una significativa decelerazione della domanda di finanziamenti per l'acquisto di abitazioni.

La gestione operativa della politica monetaria

Nel 2006 l'Eurosistema, attraverso le operazioni di rifinanziamento principali, ha fornito liquidità media giornaliera per 307 miliardi di euro, in crescita rispetto all'anno precedente, a seguito della forte domanda di banconote in circolazione (tav. 6.1). Alle aste è aumentato il numero di partecipanti (in media, da 351 nel 2005 a 377 nel 2006), mentre è lievemente diminuito il rapporto tra quantità domandata e assegnata (in media pari all'1,22 per cento). La quota di liquidità aggiudicata agli operatori italiani si è ridotta al 5,7 per cento, dal 6,7 nel 2005; alle aste hanno partecipato in media 18 banche italiane. È rimasta molto bassa la media giornaliera delle riserve detenute in eccesso rispetto a quelle obbligatorie (0,43 per cento), segnalando una efficiente gestione della liquidità da parte degli operatori e l'assenza di significative segmentazioni del mercato monetario.

Tavola 6.1

Indicatori del mercato monetario
(dati medi per il periodo indicato)

VOCI	2004	2005	2006	1° gen. - 14 mag. 2007
Operazioni di rifinanziamento principali				
Volumi (miliardi di euro) (1)				
Area dell'euro	241,6	289,8	307,0	291,8
Italia	14,2	19,5	17,6	19,5
Quota Italia (2)	5,9	6,7	5,7	6,7
Domanda/offerta (3)	1,26	1,27	1,22	1,33
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	339	351	377	352
Italia	17	18	18	16
Differenziale Eonia (4)	6,4	8,1	8,4	7,7
Volatilità del differenziale Eonia (5)	9,1	5,1	4,9	7,6
Riserve in eccesso (6)				
Area dell'euro	0,48	0,52	0,43	0,48
Italia	0,40	0,33	0,21	0,23
Operazioni di rifinanziamento a più lungo termine				
Volumi (miliardi di euro) (7)				
Area dell'euro	70,2	87,6	115,5	136,8
Italia	0,5	0,8	1,1	0,5
Numero di partecipanti per asta				
Area dell'euro	159	151	162	151
Italia	2	2	2	2
Operazioni su iniziativa delle controparti (8)				
Rifinanziamento marginale				
Area dell'euro	0,16	0,07	0,08	0,13
Italia	0,04	..	0,02	..
Depositi overnight				
Area dell'euro	0,14	0,08	0,10	0,17
Italia	0,05	0,04	0,02	0,03

(1) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni di rifinanziamento principali. – (2) Fondi assegnati alle controparti italiane in percentuale del totale aggiudicato in asta. – (3) Rapporto fra quantità domandata e assegnata nell'area. – (4) Media giornaliera del valore assoluto del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (5) Deviazione standard del differenziale fra tasso Eonia e tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali; centesimi di punto percentuale. – (6) Calcolate rispetto all'obbligo di riserva, in percentuale dell'obbligo stesso; media di dati giornalieri nei periodi di mantenimento terminanti nell'anno. – (7) Consistenza media giornaliera dei finanziamenti erogati alle IFM mediante operazioni a più lungo termine. – (8) In percentuale dell'obbligo di riserva.

Il differenziale tra il tasso d'interesse Eonia e quello minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali fissato dal Consiglio direttivo della BCE è stato contenuto, pari a circa 8 centesimi in valore assoluto nel 2006; ciò ha contribuito a una appropriata trasmissione dei segnali di politica monetaria al mercato.

Per evitare un eccessivo ampliamento del differenziale tra il tasso d'interesse Eonia e quello minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, che aveva caratterizzato gli anni precedenti e che potrebbe essere erroneamente interpretato come un segnale di politica monetaria, la BCE ha posto in atto una gestione più attiva della liquidità, aumentandone l'offerta all'inizio del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria e riassorbendola, quando necessario, alla fine del periodo stesso. Nel 2006 la BCE ha effettuato operazioni di rifinanziamento principali caratterizzate dall'offerta di importi superiori a quelli "neutrali", cioè quelli che, sulla base della previsione dei fattori esogeni di creazione di liquidità, sarebbero stati sufficienti a finanziare la riserva obbligatoria. In undici occasioni la BCE ha effettuato operazioni di fine-tuning (in 6 casi per assorbire liquidità e nei restanti 5 per immetterla) con l'obiettivo di ridurre gli squilibri di liquidità alla fine del periodo di mantenimento, limitare il ricorso alle operazioni su iniziativa delle controparti ed evitare, pertanto, il realizzarsi di ampi differenziali tra il tasso Eonia e quello minimo di offerta.

La BCE, con decisione del 16 dicembre 2005, aveva aumentato da 30 a 40 miliardi di euro i volumi offerti in ciascuna delle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine. La quantità media di liquidità immessa sul mercato attraverso queste operazioni è risultata in forte aumento rispetto al 2005 (da 88 miliardi di euro a 116), così come il numero di banche che hanno partecipato alle aste (da 151 nel 2005 a 162 nel 2006). Lo scorso dicembre, la BCE ha deciso di elevare ulteriormente, a 50 miliardi di euro, l'importo offerto in queste operazioni, per soddisfare la maggiore domanda di liquidità connessa con la forte crescita di banconote detenute dal pubblico.

L'ECONOMIA ITALIANA

7. LA DOMANDA, L'OFFERTA E I PREZZI

Sospinta dalla forte domanda mondiale e in particolare dal ciclo espansivo nell'area dell'euro, nel 2006 l'economia italiana ha ripreso a crescere (1,9 per cento; tav. 7.1) a ritmi superiori alle attese e al di sopra del proprio potenziale, così come stimato dalle maggiori istituzioni internazionali (intorno all'1,5 per cento).

L'attenuarsi delle tensioni sul mercato del petrolio, la moderazione dei costi unitari interni dovuta al miglioramento della produttività del lavoro nel comparto industriale e il graduale ritorno della politica monetaria verso un'intonazione neutrale hanno consentito di mantenere la crescita dei prezzi su un livello appena superiore al 2 per cento.

L'espansione, avviatasi nella seconda metà del 2005, ha tratto sostegno dalle esportazioni e dagli investimenti, a loro volta favoriti da condizioni creditizie ancora vantaggiose e dalla crescente fiducia delle imprese. Le esportazioni sono state trainate dall'accelerazione della domanda sui nostri principali mercati di sbocco, *in primis* in Germania. Ne ha beneficiato la stessa accumulazione. La robusta crescita delle vendite all'estero ha solo attenuato la lunga crisi dei nostri esportatori, che si è riflessa in una notevole e perdurante erosione delle quote di mercato. Al recupero delle esportazioni possono avere in parte contribuito iniziali adeguamenti della struttura produttiva alle mutate condizioni competitive internazionali (cfr. il capitolo 9: *La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali*).

I consumi hanno accelerato, nonostante la stazionarietà del reddito disponibile in termini reali, traendo forza dall'aumento della ricchezza delle famiglie e, presumibilmente, da un affievolimento dei motivi precauzionali di risparmio. Un impulso alla spesa potrebbe essere scaturito dalla chiusura del divario fra l'inflazione effettiva e quella percepita dai consumatori, che si era notevolmente ampliato dopo il changeover dalla lira all'euro nel 2002.

Il quadro attuale appare qualitativamente simile a quello della precedente espansione del 1998-2000, anche se allora l'accelerazione dell'attività fu più robusta grazie all'andamento favorevole della competitività di prezzo, a un maggior stimolo proveniente dal bilancio pubblico e alla riduzione dei tassi d'interesse nella fase di ingresso dell'Italia nell'area dell'euro.

I consumi delle famiglie

Dopo i modestissimi incrementi del quadriennio precedente, nel 2006 i consumi delle famiglie residenti sono aumentati dell'1,5 per cento in termini reali

(tav. 7.1), un ritmo comunque inferiore alla crescita media registrata nella fase espansiva del 1998-2000. In presenza di acquisti di beni non durevoli sostanzialmente stazionari, la spesa in semidurevoli è aumentata per la prima volta in quattro anni (1,2 per cento; tav. 7.2); i consumi dei beni tradizionali dei comparti del "made in Italy" sono stati soddisfatti in misura crescente con acquisti dall'estero. Quelli di beni durevoli si sono confermati robusti (3,2 per cento), soprattutto per i prodotti dell'elettronica e della telefonia; anche la domanda di mezzi di trasporto ha segnato un deciso recupero. I consumi di servizi, sui quali si concentra circa la metà della spesa complessiva delle famiglie, hanno accelerato al 2,0 per cento; vi ha contribuito la ripresa nel comparto delle comunicazioni, nonché quella delle attività legate al turismo e al tempo libero.

L'accelerazione della spesa per consumi non ha potuto trarre sostegno dall'andamento del reddito lordo disponibile delle famiglie consumatrici che, in termini reali,

Tavola 7.1

Conto economico delle risorse e degli impieghi

VOCI	Peso in % del PIL nel 2006 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2005			2006		
		Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenati)	Variazioni percentuali		Contributo alla crescita del PIL (quantità a prezzi concatenati)
		Quantità a prezzi concatenati	Deflatori		Quantità a prezzi concatenati	Deflatori	
Risorse							
PIL	–	0,1	2,3	–	1,9	1,8	–
Importazioni di beni fob e servizi (1)	26,7	0,5	7,9	-0,1	4,3	9,1	-1,1
di cui: *beni*	*21,3*	*-0,7*	*9,0*	*0,1*	*3,4*	*10,5*	*-0,7*
Impieghi							
Domanda nazionale	–	0,3	2,8	0,3	1,6	2,8	1,6
Spesa delle famiglie residenti	58,4	0,6	2,4	0,4	1,5	2,7	0,9
Spesa delle Amministrazioni pubbliche e delle Istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie	20,4	1,5	3,6	0,3	-0,3	3,4	-0,1
Investimenti fissi lordi	20,7	-0,5	3,1	-0,1	2,3	2,4	0,5
macchine, attrezzature e mezzi di trasporto	*10,1*	*-1,0*	*2,3*	*-0,1*	*2,2*	*2,2*	*0,2*
beni immateriali	*0,9*	*-2,9*	*3,6*	*..*	*7,0*	*- 2,5*	*0,1*
costruzioni	*9,7*	*0,3*	*3,9*	*..*	*2,1*	*3,1*	*0,2*
Variazione delle scorte e oggetti di valore (2)	–	–	–	-0,2	–	–	0,3
Esportazioni di beni fob e servizi (3)	26,9	-0,5	5,6	-0,1	5,3	5,3	1,4
di cui: *beni*	*21,5*	*-1,2*	*6,3*	*-0,2*	*4,4*	*6,1*	*0,9*
Domanda estera netta	–	–	–	-0,3	–	–	0,3

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

Tavola 7.2

Spesa delle famiglie italiane
(quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; variazioni percentuali)

VOCI	Peso % nel 2006 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	2003	2004	2005	2006
Beni non durevoli	30,4	1,6	0,5	0,3	0,7
di cui: *alimentari e bevande*	*15,0*	*1,0*	*0,3*	*2,0*	*2,8*
Beni semidurevoli	11,0	-1,5	-1,8	-1,5	1,2
di cui: *vestiario e calzature*	*7,9*	*-1,5*	*-2,5*	*-1,9*	*0,9*
Beni durevoli	10,2	0,1	5,7	1,6	3,2
di cui: *mobili e articoli di arredamento*	*2,9*	*-2,0*	*0,4*	*-2,5*	*-0,9*
elettrodomestici, inclusi accessori e riparazioni	*1,1*	*3,9*	*3,1*	*0,2*	*2,4*
articoli audiovisivi, fotografici, computer e accessori, apparecchiature per la telefonia	*1,7*	*5,9*	*23,4*	*12,5*	*12,0*
mezzi di trasporto	*4,0*	*-0,2*	*3,3*	*1,0*	*4,5*
Servizi	48,4	0,6	0,6	0,7	2,0
di cui: *alberghi e ristoranti*	*9,9*	*-0,8*	*1,1*	*0,7*	*2,9*
comunicazioni	*2,2*	*5,4*	*3,6*	*2,4*	*3,3*
servizi ricreativi e culturali	*2,5*	*-0,4*	*8,5*	*-7,4*	*5,0*
servizi ambulatoriali e ospedalieri	*1,6*	*-1,2*	*-1,5*	*1,3*	..
Totale spesa interna	**100**	**0,6**	**0,8**	**0,4**	**1,6**
Spesa all'estero dei residenti in Italia	(1)	10,3	-6,6	4,8	-1,2
Spesa in Italia dei non residenti	(1)	-4,7	1,2	-2,6	5,6
Totale spesa nazionale	**–**	**1,0**	**0,7**	**0,6**	**1,5**
Per memoria:					
Deflatore della spesa nazionale	–	2,8	2,6	2,4	2,7

Fonte: Istat, *Conti nazionali*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) La spesa all'estero dei residenti in Italia e quella in Italia dei non residenti ammontavano nel 2000 rispettivamente all'1,6 e al 4,2 per cento del totale della spesa interna; nel 2006 rispettivamente all'1,6 e al 3,5 per cento.

avrebbe ristagnato per il secondo anno consecutivo (tav. 7.3). Le ampie revisioni apportate alle statistiche ufficiali sulla dinamica del reddito nel biennio 2004-05 inducono cautela nel ritenere già stabilizzato il dato relativo al 2006. Correggendo per la minore erosione monetaria delle attività finanziarie nette, dovuta alla riduzione dell'inflazione attesa, nel 2006 il potere d'acquisto sarebbe aumentato di mezzo punto percentuale.

L'azione delle Amministrazioni pubbliche ha frenato la crescita del reddito disponibile nominale delle famiglie consumatrici per 1,1 punti percentuali, quasi il doppio rispetto al 2005: l'aumento della spesa per prestazioni sociali (4,8 per cento) ha compensato solo in parte quello dei contributi sociali (4,4 per cento) e, soprattutto, quello delle imposte correnti sul reddito e sul patrimonio (8,9 per cento; 1,9 nella media del quinquennio precedente; cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Tavola 7.3

Reddito lordo disponibile e propensione al risparmio in Italia
(a prezzi correnti, salvo diversa indicazione)

VOCI	2003	2004	2005	2006
		Variazioni percentuali		
Retribuzioni al netto dei contributi sociali a carico dei lavoratori	3,5	4,1	4,7	5,0
Redditi da lavoro dipendente per unità standard	*3,7*	*3,5*	*3,0*	*2,6*
Contributi sociali totali (1)	*-0,3*	*0,3*	*0,1*	*0,4*
Unità standard di lavoro dipendente	*0,2*	*0,3*	*1,5*	*2,0*
Redditi da lavoro autonomo al netto dei contributi sociali (2)	3,1	2,1	-3,7	-0,8
Redditi da lavoro autonomo per unità standard	*1,5*	*2,3*	*1,5*	*-0,5*
Contributi sociali totali (1)	..	*-0,8*	*-1,1*	*-1,0*
Unità standard di lavoro indipendente	*1,6*	*0,5*	*-4,1*	*0,7*
Redditi netti da proprietà (3)	-2,0	3,8	3,9	4,5
Prestazioni sociali e altri trasferimenti netti	5,4	3,1	3,1	4,0
di cui: *prestazioni sociali nette*	*5,6*	*3,6*	*3,2*	*4,8*
Imposte correnti sul reddito e patrimonio (–)	1,2	3,1	2,9	8,9
Reddito lordo disponibile delle famiglie (4)	**2,9**	**3,4**	**2,3**	**2,7**
a prezzi concatenati (5)	0,1	0,8	..	..
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione attesa (6)	0,6	0,9	-0,3	0,5
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione passata (7)	0,5	1,3	-0,1	0,3
Reddito lordo disponibile del settore privato.	**3,8**	**3,7**	**1,9**	**1,4**
a prezzi concatenati (5)	1,0	1,0	-0,5	-1,2
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione attesa (6)	1,4	0,9	-0,8	-0,9
a prezzi concatenati, corretto per l'inflazione passata (7)	1,3	1,2	-0,6	-1,2
		Rapporti percentuali		
Propensione media al risparmio delle famiglie (4) (8)	**12,8**	**12,9**	**12,3**	**11,0**
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	10,5	10,7	9,9	9,1
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	9,9	10,4	9,8	8,8
Propensione media al risparmio del settore privato (8)	**25,9**	**26,1**	**25,3**	**23,2**
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione attesa	26,4	26,6	25,9	23,7
calcolata sul reddito corretto per l'inflazione passata	26,5	26,7	25,9	23,8

Fonte: elaborazioni e stime su dati Istat. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(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 dei consumi 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.

Dopo la brusca flessione del 2005, i redditi da lavoro autonomo hanno ristagnato: il modesto recupero delle unità standard di lavoro indipendente (0,7 per cento, da –4,1 nell'anno precedente) è stato quasi interamente compensato dal calo dei redditi unitari (-0,5 per cento). Il monte retributivo (cresciuto del 5,0 per cento) ha invece sostenuto per 2 punti percentuali la crescita del reddito disponibile nominale, grazie al simultaneo incremento delle unità standard di lavoro dipendente e delle retribuzioni unitarie.

I redditi netti da proprietà hanno accelerato al 4,5 per cento. Vi hanno contribuito l'ulteriore rafforzamento del risultato lordo di gestione (5,4 per cento), sospinto dalla dinamica dei canoni di locazione, e l'aumento degli interessi netti affluiti alle famiglie

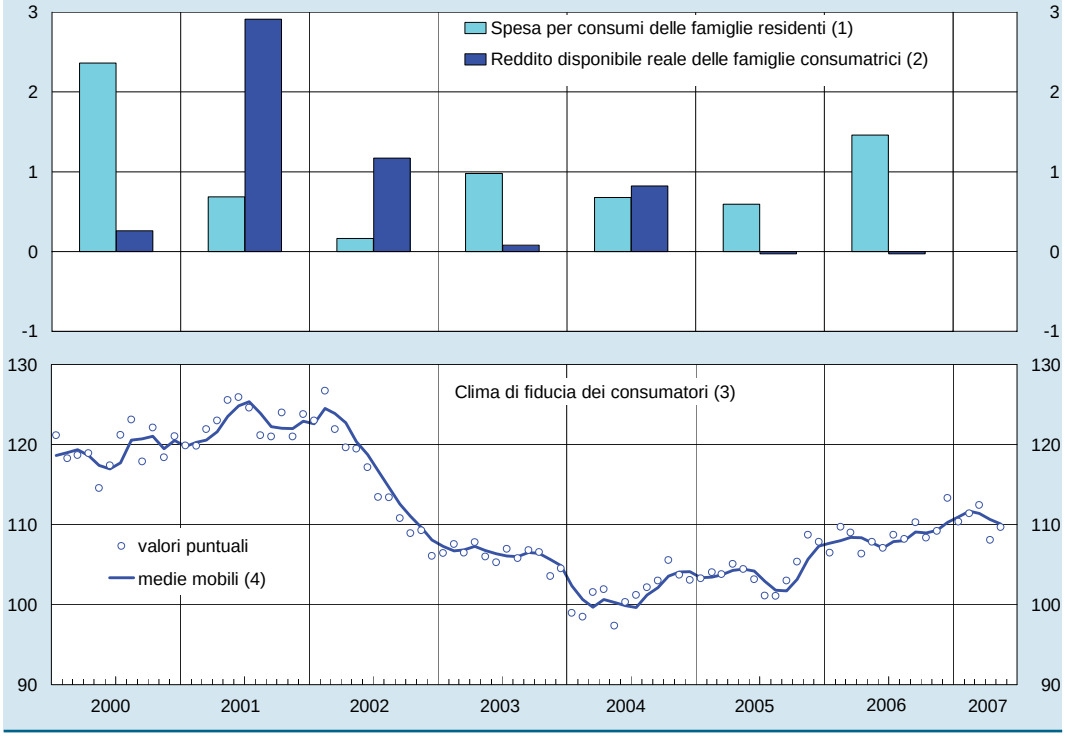
(6,5 per cento). Quest'ultimo riflette l'incremento del flusso di interessi attivi che, favoriti dall'accresciuto stock di ricchezza finanziaria detenuto e dal rialzo dei tassi di rendimento nell'anno, hanno interrotto una caduta in atto dal 2002. Nel contempo, il flusso di interessi passivi è ulteriormente aumentato, gravato dagli oneri connessi con l'espansione continua dell'indebitamento per l'acquisto di abitazioni e di beni di consumo, nonché dal forte incremento dei tassi. Il crescente ricorso al credito al consumo da parte delle famiglie italiane trova sostegno nel processo di innovazione finanziaria ma si mantiene tuttora su livelli bassi rispetto ai paesi più sviluppati (cfr. il capitolo 14: *Gli intermediari creditizi*). I dividendi percepiti dalle famiglie e gli altri utili distribuiti dalle società sono cresciuti, nel complesso, dell'1,8 per cento, in pronunciato rallentamento rispetto al 2005.

La propensione al risparmio delle famiglie si è ridotta di 1,3 punti, scendendo all'11,0 per cento, il livello più basso dal 2000, ma tuttora elevato nel confronto con gli altri paesi avanzati; misurata con riferimento al reddito corretto per l'erosione monetaria attesa, la propensione è pari al 9,1 per cento (9,9 nel 2005). La formazione di risparmio è ammontata, al netto della variazione delle riserve dei fondi pensione, a 108 miliardi di euro a prezzi correnti (-8,2 per cento rispetto al 2005); unitamente alla rivalutazione delle attività finanziarie e reali, essa ha continuato a sospingere l'accumulazione di ricchezza.

I consumi potrebbero averne tratto beneficio, così come dal graduale ridimensionamento delle incertezze che hanno gravato sui comportamenti delle famiglie nel recente passato, segnalato dal lento ma costante miglioramento del clima di fiducia (fig. 7.1).

Figura 7.1

Consumi, reddito reale e clima di fiducia dei consumatori in Italia



Fonte: elaborazioni su dati Istat e ISAE. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Quantità a prezzi concatenati; variazioni percentuali sull'anno precedente. – (2) Variazioni percentuali sull'anno precedente del reddito lordo disponibile, diviso per il deflatore della spesa per consumi delle famiglie residenti. – (3) Indici: 1980=100; dati destagionalizzati. – (4) Medie mobili dei 3 mesi terminanti in quello di riferimento.

Nel 2006 il reddito lordo disponibile del settore privato (famiglie e imprese) è cresciuto, in termini nominali, dell'1,4 per cento, segnando una flessione dell'1,2 in termini reali (-0,5 nell'anno precedente; tav. 7.3). La propensione al risparmio dell'intero settore è stata del 23,2 per cento, in ribasso di oltre due punti percentuali rispetto al 2005.

Nell'intera economia la formazione di risparmio, valutata in rapporto al reddito nazionale, si è invece mantenuta sostanzialmente in linea con il risultato dell'anno precedente, grazie al miglioramento del conto corrente delle Amministrazioni pubbliche (tav. 7.4).

Tavola 7.4

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

VOCI	Media 1981-1990	Media 1991-2000	Media 1997-2006	2003	2004	2005	2006
Risparmio delle Amministrazioni pubbliche	-6,6	-3,3	0,4	-0,8	-0,4	-0,5	1,3
Risparmio del settore privato	28,7	24,5	20,5	20,9	21,0	20,2	18,2
di cui: *famiglie consumatrici*	*21,0*	*13,8*	*9,0*	*8,7*	*8,7*	*8,3*	*7,4*
Risparmio nazionale lordo	22,1	21,2	20,8	20,1	20,5	19,7	19,5
Investimenti lordi	23,0	20,3	20,7	21,0	21,0	20,9	21,5
Per memoria:							
Saldo delle operazioni correnti dell'Italia con il resto del mondo	-0,9	0,9	0,1	-0,9	-0,5	-1,2	-2,0

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

Gli investimenti

Gli investimenti fissi lordi nel 2006 sono cresciuti del 2,3 per cento, dopo la lieve diminuzione dell'anno precedente. La ripresa ha interessato sia il comparto delle costruzioni sia, soprattutto, il capitale produttivo; è risultata particolarmente intensa nelle componenti dei mezzi di trasporto e dei beni immateriali, dove ha recuperato il calo del 2005, e nell'edilizia abitativa (tav. 7.5). L'incidenza degli investimenti sul prodotto è rimasta pressoché invariata.

La ripresa dell'accumulazione ha avuto avvio nel primo trimestre del 2005, dopo una stagnazione che si protraeva dalla precedente espansione del 1998-2000. La minore intensità del recupero che caratterizza la fase attuale, soprattutto nella componente dei macchinari e delle attrezzature, è in parte spiegata dall'andamento meno favorevole dei tassi di interesse reali, ora lievemente crescenti, in calo tra il 1998 e il 2000 grazie all'ingresso dell'Italia nell'Unione economica e monetaria. Un fattore che potrebbe avere inciso sulla dinamica degli investimenti in macchinari, attrezzature e mezzi di trasporto è la relativa stabilità della loro quota sul PIL durante il prolungato ristagno dello stesso tra il 2001 e il 2005, andamento anomalo rispetto a quanto accaduto nelle precedenti fasi recessive, allorché lo stesso rapporto aveva segnato marcate flessioni. Vi può aver contribuito il processo di ristrutturazione avviato dalle imprese negli ultimi anni, teso a conseguire una maggiore flessibilità organizzativa e un utilizzo più intenso delle nuove tecnologie. A ridurre la cautela delle imprese a fronte di sviluppi incerti della domanda potrebbe aver concorso, inoltre, la possibilità di un impiego più flessibile degli altri input produttivi.

In sintonia con la ripresa ciclica, nel 2006 il grado di utilizzo degli impianti è cresciuto, pur rimanendo al di sotto dei picchi registrati al culmine delle precedenti fasi espansive. Tale recupero ha sostenuto la spesa in capitale produttivo, indirizzata ora

soprattutto all'ampliamento della capacità installata, come suggeriscono le indicazioni provenienti dall'indagine coordinata dalla Commissione europea.

Gli investimenti in costruzioni sono aumentati del 2,1 per cento, in forte accelerazione rispetto all'anno precedente (0,3 per cento); quelli in abitazioni, dopo l'eccezionale risultato del 2005, si sono confermati più dinamici, con un incremento quasi doppio (4,0 per cento). Gli investimenti non residenziali sono invece rimasti fiacchi (0,5 per cento), facendo seguito alla contrazione di oltre tre punti percentuali registrata lo scorso anno. Le compravendite di unità immobiliari hanno continuato a salire, come negli ultimi due anni, segnando però un aumento solo modesto (1,3 per cento) rispetto al 2005. Il dato annuale nasconde tuttavia un sensibile rallentamento nel secondo semestre, con un calo tendenziale in tutti i settori (meno marcato in quello residenziale). Il peggioramento nel corso dell'anno delle condizioni di finanziamento, che si erano mantenute favorevoli nel triennio precedente, prefigura una flessione delle compravendite nel 2007.

Tavola 7.5

Investimenti fissi in Italia
(quantità a prezzi concatenati, salvo diversa indicazione; valori percentuali)

VOCI	Composizione % nel 2006 (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	Variazioni			Quote del PIL (1) (quantità ai prezzi dell'anno precedente)	
		2004	2005	2006	2003	2006
Costruzioni	47,2	1,5	0,3	2,1	9,3	9,7
abitazioni	*21,1*	*2,3*	*5,3*	*4,0*	*3,9*	*4,4*
altre costruzioni	*26,1*	*0,9*	*-3,2*	*0,5*	*5,4*	*5,4*
Macchine e attrezzature	39,3	2,7	-0,4	1,8	8,3	8,1
Mezzi di trasporto	9,3	2,1	-3,5	3,7	2,0	1,9
Beni immateriali	4,2	-6,7	-2,9	7,0	0,9	0,9
Totale investimenti fissi lordi	**100**	**1,6**	**-0,5**	**2,3**	**20,6**	**20,7**
Totale escluse le abitazioni	–	1,5	-1,9	2,0	16,7	16,3
Totale escluse le costruzioni	–	1,8	-1,2	2,7	11,2	10,9
Totale investimenti fissi netti (2)	**–**	**..**	**-7,4**	**3,6**	**5,3**	**5,0**

Fonte: Istat, *Conti nazionali*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Eventuali discrepanze tra il totale e le componenti sono attribuibili ad arrotondamenti. – (2) Al netto degli ammortamenti.

Secondo l'indice elaborato dalla Banca d'Italia su dati raccolti da Il Consulente immobiliare*, lo scorso anno i prezzi delle nuove abitazioni nei comuni capoluogo sono saliti del 5,8 per cento, decelerando rispetto al 9,6 del 2005 e segnando l'incremento più contenuto dal 2000. Vi ha concorso la dinamica del tasso medio sui mutui, in rialzo dal secondo semestre del 2005 dopo quattro anni di declino.*

Le informazioni ufficiali al momento disponibili non consentono di costruire un quadro completo dell'andamento degli investimenti in opere pubbliche. Sulla base della rilevazione condotta dalle Filiali della Banca d'Italia tra febbraio e marzo di quest'anno su un campione di circa 470 imprese edili, nel 2006 la produzione di tali opere sarebbe diminuita di circa un punto percentuale, dopo la contrazione ancora maggiore registrata dall'analoga inchiesta relativa al 2005.

Il risultato è coerente con la riduzione dei bandi pubblicati nei primi nove mesi del 2006, determinata dal forte calo delle gare indette dalle imprese a capitale pubblico. Le attese per il 2007 prefigurano una ripresa nel comparto, concentrata nel Nord Ovest e nelle imprese di maggiori dimensioni.

Secondo l'indagine condotta all'inizio di quest'anno dalle Filiali della Banca d'Italia su un campione di 4.252 imprese con almeno 20 addetti dell'industria in senso stretto e dei servizi privati non finanziari, nel 2006 gli investimenti di tali imprese sono aumentati dell'1,1 per cento in termini reali (tav. 7.6). Il risultato è migliore rispetto ai piani formulati all'inizio dell'anno. La spesa in capitale produttivo è infatti cresciuta oltre le attese nel terziario, mentre è diminuita meno di quanto inizialmente previsto dalle stesse imprese nell'industria.

Tavola 7.6

Investimenti fissi lordi delle imprese del campione Banca d'Italia, per classe dimensionale, grado di utilizzo e variazione del fatturato
(variazioni percentuali a prezzi 2006, 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	Alto	Basso
Industria in senso stretto									
di cui: Manifattura									
Consuntivo per il 2006	*-1,4*	*-3,5*	*1,4*	*-2,7*	*-1,3*	*2,4*	*-3,9*	*3,1*	*-6,3*
Tasso di realizzo (4)	*103,9*	*110,7*	*105,5*	*100,8*	*99,1*	*102,2*	*101,1*	*106,8*	*100,5*
Programmi per il 2007	*-0,5*	*-1,6*	*-3,0*	*2,3*	*1,2*	*-2,3*	*2,5*	*0,8*	*-2,1*
Consuntivo per il 2006	-2,5	-2,9	1,4	-2,8	-4,2	2,7	-7,0	-0,6	-5,1
Tasso di realizzo (4)	102,8	109,6	104,9	99,9	99,4	101,2	100,9	105,0	99,8
Programmi per il 2007	7,2	-1,8	-1,9	3,2	18,4	4,8	14,7	11,5	1,0
Servizi (5)									
Consuntivo per il 2006	5,4	4,6	5,3	1,0	7,0	....	....	9,4	2,7
Programmi per il 2007	-2,3	-10,1	-11,8	-2,0	4,6	....	....	-3,7	-1,4
Totale									
Consuntivo per il 2006	1,1	0,6	3,1	-1,3	1,2	2,7	-7,0	3,1	-0,8
Programmi per il 2007	2,5	-6,0	-6,1	1,1	11,1	4,8	14,7	5,4	-0,4

Fonte: Banca d'Italia, *Indagini sulle imprese industriali e dei servizi*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Medie robuste (winsorizzate) ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti sulla base del 5° e 95° percentile; il metodo è stato applicato tenendo conto delle frazioni sondate in ciascuno strato del campione (*Winsorized Type II Estimator*). Il deflatore degli investimenti è stimato dalle stesse imprese. – (2) Le imprese sono ripartite a seconda che si trovino al di sopra (alto/alta) o al di sotto (basso/bassa) del valore mediano calcolato separatamente per industria e servizi e con riferimento al 2006. – (3) Riferito alle sole imprese industriali con almeno 50 addetti. – (4) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2005 per il 2006. – (5) Servizi privati non finanziari.

Nell'industria in senso stretto l'accumulazione è stata inferiore ai programmi per le imprese di maggiori dimensioni e per quelle del settore energetico; è invece risultata superiore per quelle più piccole e per quante realizzano all'estero una quota rilevante di fatturato (tav. 7.7). Queste ultime hanno incrementato la spesa in investimenti di quasi quattro punti percentuali, a fronte di una contrazione di pari entità per le imprese operanti prevalentemente sul mercato interno (-5,6 per cento per le aziende che non esportano affatto).

Il quadro congiunturale nella manifattura va lentamente migliorando. Dopo la diminuzione di oltre tre punti percentuali rilevata nel 2005, gli investimenti del settore hanno subito nel 2006 un calo dell'1,4 per cento, minore rispetto ai piani formulati all'inizio dell'anno. La flessione è stata più pronunciata per le imprese del comparto tessile (-3,8 per cento) e per quelle operanti nel Mezzogiorno (-4,9 per cento).

Anche nel terziario l'accumulazione è stata più dinamica rispetto ai piani. Dopo un aumento di circa due punti percentuali nel 2005, lo scorso anno la spesa è cresciuta del 5,4 per cento. Incrementi

più pronunciati si sono avuti per le imprese operanti nel Nord Ovest (20,9 per cento), nel settore dei trasporti e per quelle con oltre 500 addetti (7,0 per cento).

Le stime dei volumi effettivi di investimento desumibili dai dati dell'indagine devono essere valutate con cautela, soprattutto su un arco di tempo esteso, giacché basate su valutazioni delle stesse imprese circa il valore dei beni capitali, le quali potrebbero non rifletterne pienamente i mutamenti qualitativi nel corso del tempo.

Tavola 7.7

Investimenti fissi lordi delle imprese del campione Banca d'Italia, per quota di fatturato esportato e sede amministrativa
(variazioni percentuali a prezzi 2006, 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									
di cui: Manifattura									
Consuntivo per il 2006	*-1,4*	*-2,2*	*-4,2*	*-0,1*	*3,6*	*-1,2* *(-0,4)*	*-1,8* *(-1,7)*	*-0,9* *(-0,9)*	*-1,7* *(-4,9)*
Tasso di realizzo (3)	*103,9*	*108,1*	*103,9*	*103,0*	*103,2*	*102,3*	*104,5*	*106,6*	*106,9*
Programmi per il 2007	*-0,5*	*-6,2*	*-0,5*	*-1,2*	*3,2*	*0,3* *(3,5)*	*0,2* *(3,9)*	*-3,9* *(-4,0)*	*-2,4* *(-9,1)*
Consuntivo per il 2006	-2,5	-5,6	-4,4	-0,1	3,6	-2,4 (-2,8)	-2,0 (-2,9)	-4,0 (-1,2)	-0,6 (-3,3)
Tasso di realizzo (3)	102,8	102,7	103,1	102,2	103,3	101,0	103,8	104,2	106,0
Programmi per il 2007	7,2	23,8	0,0	3,2	3,1	3,5 (8,9)	2,9 (9,3)	22,8 (13,8)	-1,5 (1,0)
Servizi (4)									
Consuntivo per il 2006 (5)	5,4	2,7	3,5			16,4 (20,9)	-1,7 (-0,8)	0,7 (0,9)	1,8 (0,6)
Programmi per il 2007 (5)	-2,3	-2,7	-0,7			-2,9 (-6,9)	-3,9 (-1,3)	0,9 (2,4)	-6,0 (-4,8)
Totale									
Consuntivo per il 2006	1,1	-0,3	-1,2	7,9	1,3	4,6 (7,5)	-1,9 (-2,1)	-1,3 (-0,1)	0,9 (-1,3)
Programmi per il 2007	2,5	6,4	-0,3	1,2	0,3	0,5 (0,6)	0,4 (5,3)	10,4 (7,6)	-4,3 (-2,0)

Fonte: Banca d'Italia, *Indagini sulle imprese industriali e dei servizi*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Medie robuste (winsorizzate) ottenute ridimensionando i valori estremi (con segno sia positivo sia negativo) delle distribuzioni delle variazioni annue degli investimenti sulla base del 5° e 95° percentile; il metodo è stato applicato tenendo conto delle frazioni sondate in ciascuno strato del campione (*Winsorized Type II Estimator*). Il deflatore degli investimenti è stimato dalle stesse imprese. – (2) Tra parentesi i dati secondo la localizzazione effettiva. – (3) Rapporto percentuale a prezzi correnti tra investimenti realizzati e investimenti programmati alla fine del 2005 per il 2006. – (4) Servizi privati non finanziari. – (5) Per quote di fatturato esportato superiori a 1/3 la numerosità campionaria non consente di ottenere stime significative.

I programmi di investimento delle imprese rilevate prefigurano per il 2007 un incremento della spesa di 2,5 punti percentuali in termini reali, riconducibile essenzialmente ai settori energetico ed estrattivo, a fronte di una sostanziale stazionarietà nella manifattura e a un calo nei servizi.

Sono previsti aumenti degli investimenti pari a circa il 3 per cento nei settori chimico e metalmeccanico; ulteriori riduzioni nel tessile (-5,9 per cento). Crescerebbe l'accumulazione tra le imprese esportatrici (3,1 per cento) e quelle con oltre 200 addetti.

Nel terziario si contrarrebbero gli investimenti del settore immobiliare (-3,5 per cento) e, in misura più pronunciata, del commercio (-7,4 per cento). Sono più ottimistici i piani delle grandi aziende (4,6 per cento); diminuiscono nettamente le intenzioni di spesa delle imprese localizzate nel Sud e nel Nord Ovest.

Le esportazioni e le importazioni

Le esportazioni. – Lo scorso anno le esportazioni di beni e servizi rilevate nei conti nazionali sono aumentate del 5,3 per cento in termini reali (tav. 7.1), il migliore risultato dopo il picco ciclico del 2000.

Secondo i dati del commercio estero, quelle di soli beni hanno ripreso a crescere (3,6 per cento, da -0,9 nel 2005). I prodotti italiani hanno beneficiato soprattutto della ripresa in atto nell'area dell'euro, che assorbe il 45 per cento circa delle nostre esportazioni, e in Germania, nostro principale mercato di sbocco (tav. 7.8).

Il maggiore contributo alla crescita reale delle esportazioni di beni è provenuto dal mercato tedesco (0,8 punti percentuali); nella media del quinquennio 2001-05 le vendite in Germania avevano invece contribuito negativamente, per 0,4 punti percentuali all'anno, alla variazione del totale. Il nostro secondo mercato di sbocco, la Francia, ha concorso per 0,4 punti alla crescita delle esportazioni nel 2006; il resto dell'area dell'euro per un ulteriore punto percentuale.

Le esportazioni di beni verso i dieci paesi nuovi membri della UE sono aumentate in maniera consistente; nei mercati esterni alla UE le vendite hanno segnato una notevole accelerazione soprattutto in Cina e Russia (rispettivamente 10,3 e 17,7 per cento).

Tavola 7.8

Esportazioni e importazioni cif-fob per principali paesi e aree: valori e indici dei valori medi unitari (VMU) e delle quantità (1)

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

PAESI E AREE	Esportazioni						Importazioni					
	2005			2006			2005			2006		
	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant. (2)	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant.	Comp. perc. valori	Variaz. perc. VMU	Variaz. perc. quant. (2)
Paesi UE-25	**59,3**	**5,1**	**-1,1**	**58,7**	**4,9**	**4,4**	**57,7**	**4,9**	**-1,0**	**55,6**	**6,6**	**2,5**
Paesi UE-15	53,3	4,8	-1,1	52,4	4,7	3,7	53,4	4,8	-2,1	50,9	6,4	1,5
di cui: *Francia*	*12,3*	*5,4*	*-1,0*	*11,8*	*2,5*	*3,6*	*10,0*	*4,5*	*-5,5*	*9,2*	*4,6*	*0,1*
Germania	*13,2*	*2,8*	*-0,9*	*13,3*	*4,8*	*6,0*	*17,3*	*3,6*	*0,9*	*16,8*	*5,1*	*4,4*
Regno Uni-	*6,6*	*3,8*	*-6,1*	*6,1*	*6,7*	*-3,9*	*4,0*	*4,6*	*-3,0*	*3,6*	*12,3*	*-10,6*
Spagna	*7,5*	*6,1*	*2,2*	*7,3*	*5,5*	*1,9*	*4,3*	*6,8*	*-7,2*	*4,1*	*7,1*	*3,0*
Altri paesi UE-25 (3)	5,9	8,0	-0,6	6,3	6,5	10,0	4,3	5,3	14,9	4,8	10,0	14,4
Paesi extra UE-25	**40,7**	**8,1**	**-0,9**	**41,3**	**9,3**	**2,5**	**42,3**	**14,5**	**1,0**	**44,4**	**15,5**	**3,1**
di cui: *Cina*	*1,5*	*10,1*	*-5,7*	*1,7*	*12,0*	*10,3*	*4,6*	*1,9*	*17,5*	*5,1*	*10,5*	*15,1*
EDA (4)	*3,0*	*7,6*	*-6,0*	*3,0*	*9,4*	*-1,3*	*2,7*	*4,0*	*6,3*	*2,5*	*4,5*	*0,5*
Giappone	*1,5*	*7,9*	*-3,0*	*1,4*	*5,4*	*-6,1*	*1,6*	*1,1*	*-10,8*	*1,6*	*1,3*	*8,2*
Russia	*2,0*	*6,0*	*15,5*	*2,3*	*6,9*	*17,7*	*3,8*	*28,5*	*-6,0*	*3,9*	*30,1*	*-11,2*
Stati Uniti	*8,0*	*10,2*	*-3,3*	*7,5*	*9,5*	*-5,8*	*3,5*	*9,2*	*-1,8*	*3,1*	*11,5*	*-9,6*
Totale	**100,0**	**6,3**	**-0,9**	**100,0**	**6,6**	**3,6**	**100,0**	**8,7**	**-0,1**	**100,0**	**10,5**	**2,7**

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) I valori per i paesi della UE e per il totale sono calcolati su dati corretti per la stima delle transazioni rilevate annualmente e tenendo conto, sulla base dell'esperienza del passato, dei ritardi negli invii delle dichiarazioni. – (2) Per i paesi UE e per il totale le variazioni delle quantità per il 2006 sono calcolate sulla base dei dati relativi ai valori deflazionati per i VMU. – (3) Cipro, Estonia, Lettonia, Lituania, Malta, Polonia, Repubblica Ceca, Slovacchia, Slovenia, Ungheria. – (4) Economie dinamiche dell'Asia: Corea del Sud, Hong Kong, Malaysia, Singapore, Taiwan, Thailandia.

A fronte della sostenuta espansione della domanda mondiale e dell'apprezzamento del tasso di cambio effettivo reale (oltre un punto percentuale nel corso dell'anno; fig. 4.1), la quota delle esportazioni italiane sui mercati mondiali si è ulteriormente ridotta, a prezzi correnti e costanti.

Secondo dati preliminari, nella media del 2006 la quota di mercato mondiale dell'Italia sarebbe scesa al 3,5 per cento (dal 3,7 nel 2005) se valutata a prezzi e a cambi correnti, al 2,5 per cento (dal 2,7) se valutata a prezzi e a cambi costanti (del 1995). Come nel passato, anche nel 2006 i principali paesi europei hanno registrato andamenti migliori dell'Italia con riferimento alla quota a prezzi e a cambi costanti; quella tedesca, in particolare, è ulteriormente aumentata al 12 per cento (11,8 nel 2005). Le quote di mercato a prezzi e a cambi costanti soffrono, soprattutto nel caso dell'Italia, di problemi connessi con la misurazione dei valori medi unitari all'esportazione, usati per deflazionare i valori correnti. Sulla base dell'indagine condotta annualmente dalla Banca d'Italia su un campione di imprese manifatturiere italiane con almeno 50 addetti in cui sono state rilevate, fra l'altro, le variazioni dei prezzi per mercato di destinazione, è stato stimato che nella media del periodo 1996-2005 la dinamica dei prezzi all'esportazione sarebbe stata inferiore a quella dei valori medi unitari elaborati dall'Istat di circa 2 punti percentuali all'anno. Alla luce di queste informazioni, la quota di mercato dell'Italia a prezzi e a cambi costanti si sarebbe ridotta tra il 1996 e il 2005 del 30 per cento e non del 40 come risulta sulla base dei valori medi unitari. La correzione non modifica qualitativamente, ma soltanto nell'intensità, le conclusioni sul ritardo di competitività dell'Italia rispetto alla Francia (che ha perso nello stesso periodo soltanto il 15 per cento) e alla Germania, la cui quota è invece lievemente aumentata.

I settori esportatori più dinamici sono stati quelli dei beni di investimento, in particolare delle macchine e apparecchi meccanici, degli apparecchi elettrici e di precisione, a cui si è unita la robusta espansione delle vendite all'estero di prodotti in metallo e di mezzi di trasporto. Viceversa, nei comparti del "made in Italy", dove ancora si concentra una quota rilevante della produzione nazionale, l'andamento delle esportazioni è risultato fiacco. Vi si è associato un forte incremento dei valori medi unitari che, come osservato, può riflettere da un lato problemi di misurazione statistica, dall'altro mutamenti nella composizione qualitativa verso segmenti di mercato a più elevati prezzi unitari, nonché politiche di prezzo finalizzate alla discriminazione tra mercati di sbocco e alla massimizzazione dei margini unitari anziché dei volumi di vendita. In questi settori, peraltro, è in atto un'intensa attività di delocalizzazione internazionale della produzione (cfr. il capitolo 9: *La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali*).

Dall'inizio del 2007 la Bulgaria e la Romania sono entrate nella UE. La rilevanza del loro interscambio con l'Italia è ancora contenuta, ma in costante crescita. Nel 2006 i due paesi hanno assorbito complessivamente il 2,1 per cento delle nostre esportazioni di merci in valore e fornito l'1,6 per cento delle nostre importazioni. L'interscambio con la Romania è costituito per circa la metà da prodotti tessili e d'abbigliamento e da cuoio e calzature, soprattutto per effetto dell'internazionalizzazione produttiva di imprese italiane che ricorrono a stabilimenti (affiliati o semplici subfornitori) localizzati in quel paese per realizzare in parte o per intero i loro prodotti.

Le importazioni. – Sulla base dei dati di contabilità nazionale, nel 2006 le importazioni di beni e servizi sono cresciute del 4,3 per cento in termini reali (tav. 7.1), sospinte dalla ripresa della domanda interna e delle stesse esportazioni. L'interscambio commerciale ha nel complesso fornito un contributo di tre decimi di punto alla crescita del PIL.

Gli acquisti dall'estero di soli beni, misurati dai dati di commercio, hanno avuto un aumento più contenuto (2,7 per cento; tav. 7.8). Sono incrementate soprattutto le importazioni di beni intermedi, destinati alla trasformazione industriale, in linea con precedenti episodi di ripresa ciclica. Nei settori del tessile e dell'abbigliamento, del cuoio e delle calzature, a fronte di un ristagno della produzione nazionale, si sono

registrati consistenti aumenti nei volumi di acquisti dall'estero. Sono cresciuti i flussi di prodotti provenienti dalla Cina (15,1 per cento), il cui peso sul totale delle importazioni supera ormai il 5 per cento; nei comparti del "made in Italy" esso ha già raggiunto il 20 per cento.

Rispetto alla metà degli anni novanta, la penetrazione delle importazioni di beni sulla domanda complessiva è aumentata di oltre il 10 per cento in termini reali. Questo fenomeno riflette, in parte, la nostra crescente apertura al commercio internazionale, a cui è presumibilmente legato lo spiazzamento di alcune produzioni nazionali. Esso trova una ulteriore determinante nell'intensificarsi del processo di delocalizzazione delle produzioni intermedie o finali all'estero presso imprese subfornitrici o affiliate. Il sistema industriale italiano, che nella seconda metà degli anni novanta ancora beneficiava dei guadagni competitivi derivanti dalle crisi della lira del 1992 e del 1995, ha avviato tale processo più tardi rispetto ad altri paesi europei e alla Germania in particolare.

L'offerta

Con un aumento del PIL prossimo al 2 per cento, si è registrato nel 2006 il miglior risultato dopo il picco ciclico del 2000. Diversamente dalla precedente fase espansiva del 1998-2000 permane un divario, seppur contenuto, rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro.

La crescita annua del prodotto è risultata assai superiore alle attese dei principali previsori, che all'inizio del 2006 la collocavano poco al di sopra dell'1 per cento. Tale sottostima è in gran parte attribuibile a quella relativa all'espansione dell'economia tedesca (cfr. il capitolo 4: Gli andamenti macroeconomici*).*

Il valore aggiunto al costo dei fattori nel complesso dell'economia è cresciuto dell'1,7 per cento, dopo la sostanziale stazionarietà registrata nel 2005.

Nel terziario l'aumento è stato lievemente inferiore (1,6 per cento) e ha riflesso principalmente la ripresa occorsa nei servizi a imprese e famiglie, nei trasporti e nelle comunicazioni e nell'intermediazione monetaria e finanziaria. Il settore degli alberghi e ristoranti ha contribuito a sostenere l'espansione del terziario, beneficiando del recupero dei flussi turistici.

L'accelerazione del valore aggiunto dell'economia ha tratto sostegno soprattutto dalla forte ripresa dell'industria manifatturiera, dove l'incremento nel 2006 (3,8 per cento) ha più che compensato il calo dell'anno precedente. Nell'ambito di tale settore si è protratta, seppur in misura più attenuata, la tendenza negativa delle attività tradizionali, con una contrazione del 3,3 per cento nel tessile e nell'abbigliamento e dell'1,4 nelle industrie conciarie e della lavorazione della pelle e del cuoio (a fronte di una flessione rispettivamente dell'8,7 e del 4,7 per cento nel 2005). Il valore aggiunto nei comparti della fabbricazione di macchine elettriche e di mezzi di trasporto ha invece ripreso a crescere, dopo il calo registrato nell'anno precedente, a ritmi nettamente superiori a quelli medi dell'industria manifatturiera.

Il valore aggiunto è aumentato dell'1,6 per cento nel settore delle costruzioni, mentre in agricoltura è calato per il secondo anno consecutivo (-3,1 per cento).

Nella media del primo trimestre di quest'anno la produzione industriale è scesa di quasi un punto percentuale; la crescita del PIL, secondo le stime preliminari diffuse

dall'Istat, si sarebbe arrestata allo 0,2 per cento (1,1 nel quarto trimestre del 2006; tav. 4.1). Alla luce della ripresa degli ordini sia interni sia esteri osservata nei mesi più recenti, l'indebolimento dell'attività industriale dovrebbe essere temporaneo.

I prezzi e i costi

I prezzi al consumo. – Nella media del 2006 l'inflazione al consumo in Italia, misurata dall'indice dei prezzi per l'intera collettività nazionale, è salita al 2,1 per cento, dall'1,9 del 2005 (tav. 7.9). Per il secondo anno consecutivo la variazione dell'indice armonizzato è risultata pari a quella registrata per il complesso dell'area (2,2 per cento).

Tavola 7.9

Prezzi al consumo (1)

VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente		Pesi percentuali	Contributi all'inflazione media (punti percentuali)
	2005	2006	2006	2006
Indice generale	**1,9**	**2,1**	**100**	
Beni e servizi a prezzo non regolamentato	**1,9**	**1,9**	**81,6**	**1,55**
Alimentari freschi	-0,8	1,4	6,4	0,09
Alimentari trasformati	0,7	1,9	9,8	0,19
Beni non alim. non energ. liberi	0,9	1,2	30,0	0,36
di cui: *computer*	*-10,6*	*-12,9*	*0,2*	*-0,02*
apparecchi telefonici	*-20,4*	*-14,9*	*0,7*	*-0,10*
Servizi liberi	3,0	2,4	32,1	0,77
di cui: *trasporti aerei*	*18,1*	*1,3*	*0,7*	*0,01*
servizi finanziari	*6,6*	*1,7*	*0,9*	*0,02*
professioni liberali	*7,2*	*1,2*	*0,7*	*0,01*
servizi ricettivi e di ristorazione	*2,4*	*2,4*	*10,6*	*0,25*
Energetici liberi	11,0	6,0	3,3	0,20
Beni e servizi a prezzo regolamentato	**2,1**	**2,8**	**18,4**	**0,52**
Medicinali	-5,1	-3,7	2,9	-0,11
Tabacchi	8,9	6,3	2,0	0,12
Affitti	2,4	2,5	3,1	0,08
Tariffe	2,6	4,1	10,4	0,43
di cui: *gas*	*7,6*	*9,3*	*1,9*	*0,17*
energia elettrica	*3,9*	*12,6*	*1,1*	*0,14*

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale.

In Italia nella media del periodo 2001-06 l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (IPC) è cresciuto di quasi mezzo punto percentuale all'anno in meno del deflatore della spesa delle famiglie residenti rilevato nei conti nazionali. Il divario è ascrivibile quasi per intero alla componente degli affitti, i cui prezzi impliciti utilizzati nella contabilità nazionale hanno segnato un andamento superiore di circa tre punti percentuali all'anno a quello della corrispondente voce dell'indice dell'IPC nella media del periodo in esame. Il contributo di questa componente alla dinamica complessiva dei due indici risente peraltro del diverso trattamento della voce: mentre le spese per affitto considerate nel deflatore comprendono anche quelle imputate, l'IPC considera solo quelle effettivamente sostenute dai locatari.

Il lieve rialzo dell'inflazione al consumo è stato causato principalmente dai rincari dei beni alimentari (1,7 per cento, contro una sostanziale stabilità nel 2005). L'accelerazione dei prezzi dei beni energetici amministrati (saliti in media del 10,5 per cento, contro il 6,1 del 2005) è stata compensata dalla flessione della componente energetica libera.

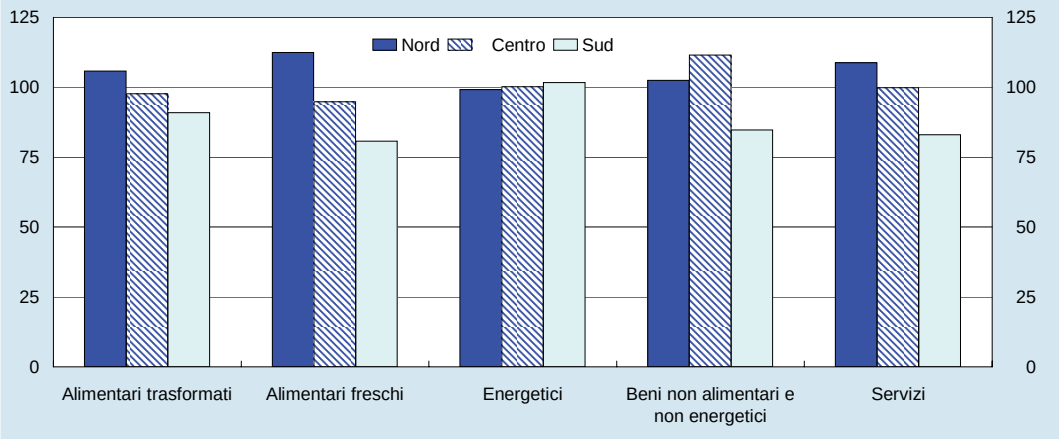
Le due componenti energetiche incluse nel paniere dell'indice dei prezzi al consumo reagiscono con diversa rapidità alle quotazioni del petrolio sui mercati internazionali. I prezzi amministrati le seguono con ritardo; nel corso del 2006 essi hanno pertanto subito gli effetti della precedente fase di rialzo delle quotazioni del greggio, iniziando a recepire la successiva decelerazione solo quest'anno, segnando in aprile un calo congiunturale dello 0,4 e del 2,3 per cento, rispettivamente per l'energia elettrica e il gas. I prezzi delle benzine reagiscono invece rapidamente a movimenti delle quotazioni petrolifere (cfr. il capitolo 4: Gli andamenti macroeconomici*).*

I prezzi dei servizi liberi hanno rallentato dal 3,0 al 2,4 per cento, anche per l'attenuarsi dei rincari dei trasporti aerei, connesso con la riduzione del costo dei carburanti nella media dell'anno, e il rallentamento dei prezzi dei servizi finanziari (aumentati, secondo la nuova definizione adottata dall'Istat, dell'1,7 per cento; 6,6 nel 2005) e degli onorari professionali (all'1,2 per cento, dopo due anni di incrementi pari in media a circa il 7,5). L'inflazione dei beni non alimentari e non energetici liberi ha registrato una lieve ripresa, all'1,2 per cento nella media del 2006 (dallo 0,9 del 2005), per effetto dell'espansione della domanda e delle pressioni sui costi di origine esterna, solo in parte contrastate dal contenimento di quelli interni.

Nel 2006 l'inflazione al consumo è stata pressoché omogenea sul territorio nazionale. Una recente analisi basata sui livelli medi dei prezzi rilevati dall'Istat per un insieme di prodotti di largo consumo che rappresentano circa il 16 per cento del paniere dell'indice rivela tuttavia l'esistenza di un non trascurabile differenziale negativo di prezzo tra le regioni meridionali e quelle del Centro e, soprattutto, del Nord. Il divario è più accentuato con riferimento ai servizi e ai prodotti alimentari freschi, sostanzialmente nullo per i beni energetici (fig. 7.2).

Figura 7.2

Livello medio dei prezzi nel 2006 per area geografica e tipologia di prodotto (1)
(indici: media nazionale = 100)



Fonte: elaborazioni su dati diffusi dal Ministero dello Sviluppo economico.
(1) I dati si riferiscono ai livelli medi dei prezzi rilevati mensilmente dall'Istat nel 2006 per un insieme di prodotti e servizi di largo consumo in circa quaranta capoluoghi di provincia italiani.

I dati utilizzati sono diffusi dal Ministero dello Sviluppo economico e si riferiscono ai prezzi medi rilevati per un sottoinsieme di voci del paniere in circa quaranta capoluoghi di provincia. Queste voci non comprendono, in particolare, i beni e servizi a prezzo regolamentato, nella maggior parte dei casi sostanzialmente uniforme sul territorio, e quelli rilevati centralmente dall'Istat. Con riferimento a tale sottoinsieme, nelle regioni del Sud il livello medio dei prezzi nel 2006 risultava significativamente inferiore rispetto a quelle settentrionali: del 15 per cento per gli alimentari trasformati, all'incirca del 20 per cento per i beni non alimentari e non energetici, di oltre il 30 per cento per gli alimentari freschi e i servizi. È opportuno ricordare che i dati in questione sono rilevati ai fini del calcolo di un indice temporale e non per effettuare confronti di tipo spaziale. I prezzi relativi a una determinata categoria di prodotti potrebbero infatti riferirsi a varietà e marche non perfettamente omogenee, risentire della struttura distributiva prevalente sul territorio e della densità abitativa.

I prezzi alla produzione, i costi e i margini di profitto. – Nel 2006 i prezzi alla produzione dei prodotti industriali venduti sul mercato interno sono aumentati in media del 5,6 per cento (4,0 nel 2005), il tasso di crescita annuale più elevato dall'inizio del decennio. Il rialzo è dovuto in gran parte alla marcata accelerazione della componente intermedia non energetica (al 5,2 per cento dal 2,5), che ha seguito l'andamento delle quotazioni delle materie di base (cfr. il capitolo 2: *Il commercio internazionale, le bilance dei pagamenti e i mercati valutari e finanziari*). L'inflazione alla produzione ha continuato a essere sostenuta dai rincari dei prodotti energetici, in media attorno al 16 per cento, come nel 2005.

I prezzi alla produzione dei beni non alimentari e non energetici destinati al consumo finale hanno avuto una dinamica più favorevole, aumentando in media dell'1,4 per cento contro l'1,8 del 2005, frenati dall'andamento moderato dei costi interni.

Il CLUP nel comparto industriale ha fortemente decelerato, all'1,4 per cento dal 2,4 nel 2005, beneficiando di una netta ripresa della produttività, dopo un quinquennio di sostanziale stagnazione (cfr. il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*). Secondo i conti nazionali, le imprese del settore avrebbero mantenuto pressoché invariati i propri margini di profitto, grazie a un aumento del prezzo dell'output in linea con quello dei costi unitari variabili. Nel comparto dei servizi i margini di profitto unitari si sarebbero invece ridotti; vi ha concorso una dinamica del CLUP stabile rispetto all'anno precedente (2,9 per cento), dovuta a un calo della produttività (-0,3 per cento) che ha compensato il rallentamento del costo del lavoro per dipendente.

Il quadro inflazionistico a breve termine per l'Italia rimane stabile. Le aspettative d'inflazione censite in maggio da *Consensus Forecasts* presso gli operatori professionali si attestano all'1,8 per cento per la media del 2007 e all'1,9 per il 2008 (tav. 4.6). Le politiche di prezzo delle imprese dovrebbero restare moderate, come si evince dall'indagine condotta lo scorso marzo dalla Banca d'Italia in collaborazione con *il Sole 24 Ore*, secondo cui le imprese prevedono di aumentare i prezzi di vendita del 2 per cento nel corso dei prossimi dodici mesi (contro il 2,4 indicato nel sondaggio precedente), in linea con le loro attese sull'inflazione al consumo per lo stesso periodo (2,1 per cento).

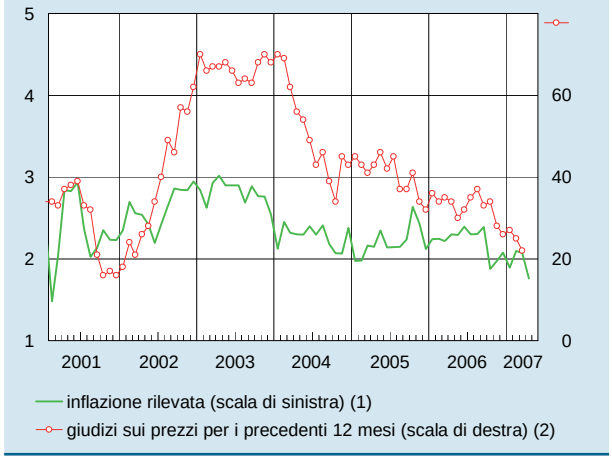
Inflazione rilevata e "inflazione percepita"

Nel 2006 la dinamica dei prezzi al consumo percepita dalle famiglie italiane, come misurata dall'indicatore qualitativo rilevato dai sondaggi condotti dall'ISAE, è tornata sui livelli precedenti il changeover (fig. 7.3). Resta tuttavia diffusa tra i consumatori l'opinione che i prezzi attuali siano molto più elevati di quelli precedenti

l'introduzione dell'euro. Secondo analisi empiriche condotte dalla Banca d'Italia negli ultimi anni, il changeover avrebbe comportato rialzi dei prezzi in alcuni comparti meno esposti alle pressioni concorrenziali, ma il suo impatto sull'inflazione media sarebbe rimasto nel complesso modesto. Tali studi hanno messo in evidenza che diversi fattori possono aver concorso all'aprirsi del divario tra l'inflazione percepita e quella rilevata dalle statistiche ufficiali (cfr. il capitolo della sezione B: *I prezzi e i costi* nella Relazione sull'anno 2003). Un quadro complessivo delle percezioni individuali d'inflazione, espresse anche in termini quantitativi, e dei meccanismi a esse sottostanti, emerge ora dai risultati di un sondaggio condotto dalla Banca d'Italia alla fine dello scorso anno presso un campione rappresentativo di 1.000 famiglie.

Figura 7.3

Inflazione e sondaggio qualitativo sulla dinamica dei prezzi
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati ISAE e Istat.
(1) Indice armonizzato dei prezzi al consumo: variazioni percentuali sui dodici mesi. – (2) Saldi percentuali tra le risposte positive ("aumentati di molto", "aumentati abbastanza") e negative ("all'incirca stabili", "diminuiti") fornite dai consumatori circa i prezzi in Italia nei precedenti dodici mesi.

Tale indagine evidenzia innanzitutto una lettura difficoltosa da parte dei consumatori delle statistiche utilizzate per misurare l'inflazione e un ricordo distorto dei livelli passati dei prezzi.

L'inflazione tende a essere associata al livello più che alla variazione nel tempo dei prezzi e a un paniere di spesa diverso da quello su cui è costruito l'indice ufficiale. Anche il ricordo dei prezzi in lire è alquanto impreciso. Solo il 16 per cento degli intervistati ricorda correttamente il prezzo prevalente di un quotidiano nel 2001 (1.500 lire); quasi la metà ricorda invece 1.000 lire (prezzo sostanzialmente corrispondente a quello vigente al momento in cui è stato condotto il sondaggio, ma applicando un tasso di conversione di 1.000 lire per un euro). Ciò conferma i risultati di un'altra recente indagine, dalla quale emerge un ricordo del prezzo del biglietto d'ingresso del cinema a fine 2001 pari in media a 9.000 lire, un livello molto inferiore a quello effettivo (13.000 lire) e corrispondente al prezzo praticato all'inizio degli anni novanta.

Sebbene la percezione di un'inflazione elevata emerga dal sondaggio come caratteristica ampiamente diffusa, l'entità di tale percezione a livello individuale è correlata anche con fattori di natura demografica, sociale ed economica. Tali risultati sembrano suggerire che un complesso insieme di elementi confluisce nelle valutazioni dei consumatori su ciò che essi indicano come "inflazione", tra cui fenomeni non direttamente riferibili alla dinamica dei prezzi. In particolare, all'inflazione potrebbe essere stato erroneamente attribuito l'impoverimento relativo di alcune categorie di famiglie. Questa conclusione appare coerente con l'evidenza fornita dalle recenti indagini condotte dalla Banca d'Italia sui bilanci familiari e dall'Istat sull'inflazione per diverse tipologie di famiglie. Esse mostrano che negli ultimi anni si sono verificate variazioni significative nelle condizioni economiche relative delle famiglie italiane, ascrivibili all'andamento dei redditi piuttosto che a differenze nell'inflazione subita dalle diverse classi in relazione ai rispettivi panieri di consumo.

8. IL MERCATO DEL LAVORO

Nel 2006 la crescita dell'occupazione in Italia è stata significativamente superiore a quella registrata negli anni più recenti e ha interessato tutte le aree del Paese; la componente straniera ha continuato a fornire un apporto importante. Il tasso di disoccupazione è ancora diminuito, raggiungendo livelli storicamente bassi; è proseguito l'aumento della quota di residenti che partecipano al mercato del lavoro, anche per effetto del progressivo inserimento dei lavoratori stranieri nell'occupazione regolare. I divari territoriali di occupazione e partecipazione al mercato del lavoro si sono tuttavia ulteriormente ampliati.

In un contesto di perdurante moderazione salariale, l'accelerazione dell'occupazione ha riflesso essenzialmente la ripresa dell'attività produttiva; l'impulso fornito dalla domanda di beni e servizi ha contrastato un aumento del costo del lavoro per unità di prodotto ancora superiore a quello del deflatore del valore aggiunto. Per la prima volta dal 1995 nel comparto della manifattura, dove il deflatore del valore aggiunto ha registrato un inusuale calo, la crescita dell'occupazione si è accompagnata con un aumento della produttività del lavoro.

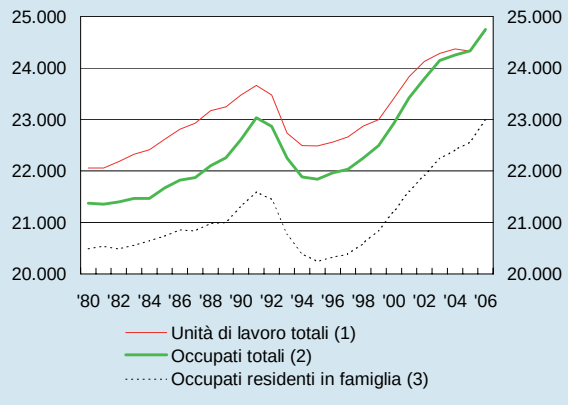
L'occupazione e la sua composizione

Nel 2006 il numero degli occupati in Italia rilevato dai conti nazionali, che comprendono gli irregolari e i non residenti, è aumentato dell'1,7 per cento, uno degli incrementi più consistenti degli ultimi trent'anni (fig. 8.1). L'input di lavoro complessivo, misurato in termini di occupati equivalenti a tempo pieno, è cresciuto a ritmi simili (1,6 per cento).

Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, che, diversamente dai conti nazionali, considera i soli residenti, nella media del 2006 le persone occupate sono state circa 23 milioni, 425 mila in più rispetto all'anno

Figura 8.1

Misure dell'occupazione
(migliaia di unità)



Fonte: Istat, *Conti Nazionali* e *Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Occupati equivalenti a tempo pieno, residenti e non residenti, regolari e non regolari, cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Unità standard di lavoro (Fonte: Istat, *Conti nazionali*). – (2) Occupati residenti e non residenti, regolari e non regolari, in imprese residenti (Fonte: Istat, *Conti nazionali*). – (3) La famiglia è intesa come l'insieme delle persone coabitanti, legate da vincolo di matrimonio, parentela, adozione, tutela o da vincoli affettivi (Fonte: Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*).

precedente (1,9 per cento; tav. 8.1). Il tasso di occupazione della popolazione in età lavorativa, dopo un triennio di sostanziale stazionarietà, è aumentato di 9 decimi, al 58,4 per cento.

Tavola 8.1

Struttura dell'occupazione nel 2006
(migliaia di persone e valori percentuali)

VOCI	Centro Nord		Mezzogiorno		Italia	
	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2006-05 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2006-05 (2)	Migliaia di persone (1)	Variazioni percentuali 2006-05 (2)
Occupati dipendenti	12.138	2,6	4.777	1,5	16.915	2,3
Permanenti	10.771	1,6	3.922	0,4	14.693	1,3
a tempo pieno	9.318	1,0	3.560	..	12.878	0,7
a tempo parziale	1.452	5,3	362	5,1	1.815	5,3
Temporanei	1.367	11,5	855	6,9	2.222	9,7
a tempo pieno	1.066	10,8	681	7,1	1.747	9,4
a tempo parziale	301	13,8	174	5,9	475	10,8
Occupati indipendenti	4.334	0,2	1.739	2,0	6.073	0,7
Imprenditori, liberi professionisti e lavoratori in proprio	3.606	-0,2	1.506	0,7	5.113	0,1
Coadiuvanti in imprese familiari	311	-0,3	113	4,5	425	1,0
Soci di cooperative	26	-22,1	14	31,2	39	-9,2
Collaboratori coordinati	319	4,4	86	18,9	404	7,2
Prestatori d'opera occasionali	72	18,2	20	6,7	93	15,5
A tempo pieno	3.771	-0,2	1.538	2,1	5.309	0,5
A tempo parziale	563	3,2	201	1,3	764	2,7
Totale occupati	16.472	2,0	6.516	1,6	22.988	1,9
femmine	6.862	2,2	2.187	3,5	9.049	2,5
maschi	9.610	1,8	4.330	0,7	13.939	1,5
In cerca di occupazione	764	-6,9	909	-14,8	1.673	-11,4
femmine	441	-6,4	432	-16,2	873	-11,5
maschi	324	-7,6	477	-13,6	801	-11,3
Forze di lavoro	17.236	1,6	7.425	-0,7	24.662	0,9
femmine	7.303	1,7	2.618	-0,4	9.921	1,1
maschi	9.933	1,5	4.807	-0,9	14.740	0,7
Tasso di partecipazione (15-64 anni)	68,0	0,8	53,2	-0,4	62,7	0,4
femmine	58,4	0,8	37,3	-0,2	50,8	0,4
maschi	77,6	0,7	69,3	-0,6	74,6	0,3
Tasso di occupazione (15-64 anni)	65,0	1,0	46,6	0,8	58,4	0,9
femmine	54,9	1,0	31,1	1,0	46,3	1,0
maschi	75,0	1,0	62,3	0,4	70,5	0,8
Tasso di disoccupazione	4,4	-0,4	12,2	-2,0	6,8	-0,9
femmine	6,0	-0,5	16,5	-3,1	8,8	-1,3
maschi	3,3	-0,3	9,9	-1,5	5,4	-0,7
Tasso di disoccupazione giovanile	14,4	-1,0	34,3	-4,4	21,6	-2,4
femmine	17,3	-1,2	40,5	-4,1	25,3	-2,2
maschi	12,3	-0,5	30,4	-4,5	19,1	-2,3

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Per i tassi di partecipazione, occupazione e disoccupazione, valori percentuali. Il tasso di disoccupazione è calcolato come rapporto tra le persone in cerca in età 15-74 e le forze di lavoro di età 15 e oltre; il tasso di disoccupazione giovanile è calcolato con riferimento alla popolazione di 15-24 anni. L'eventuale mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti. – (2) Per i tassi di partecipazione, occupazione e disoccupazione, differenze percentuali.

Come negli anni precedenti, una quota consistente della maggiore occupazione, più dei due quinti nel 2006 (178 mila persone), è attribuibile a stranieri regolarmente residenti in Italia. Tra il 2005 e il 2006, a fronte di un incremento della popolazione corrispondente di 209 mila unità, il loro tasso di occupazione è salito dal 63,9 al 66,1 per cento. Nella media del 2006 i residenti stranieri costituivano il 5,9 per cento dell'occupazione complessiva italiana, sette decimi in più rispetto al 2005. Essi rappresentavano oltre un decimo degli occupati nel settore alberghiero e della ristorazione, circa il 13 per cento dell'occupazione maschile nel settore edile e oltre un quarto dell'occupazione femminile nei servizi alle famiglie e altri servizi sociali.

Si sono ulteriormente ampliati i divari territoriali, sebbene a ritmi più contenuti che in passato. Fra il 2003 e il 2005 il numero delle persone occupate nel Mezzogiorno era diminuito di 70 mila unità, a fronte di un incremento di 718 mila nel resto del Paese; nel 2006 è aumentato di 105 mila unità, ma a un ritmo ancora inferiore a quello registrato nel Centro Nord (rispettivamente, 1,6 e 2 per cento). Il tasso di occupazione della popolazione in età lavorativa è aumentato di otto decimi, al 46,6 per cento, nel Mezzogiorno; al 65, dal 64 per cento, nel Centro Nord.

Il numero di occupati di età compresa tra i 15 e i 34 anni è diminuito dello 0,8 per cento, meno della popolazione corrispondente (-1,5 per cento); il tasso di occupazione, aumentato di 4 decimi al 51,4 per cento, è ancora inferiore a quello medio della UE, di circa 6 punti percentuali. Nel Mezzogiorno, l'occupazione giovanile è invece cresciuta dello 0,3 per cento, portando il corrispondente tasso di occupazione al 36,5 per cento, dal 35,8 del 2005.

Nel 2006 sono proseguiti i flussi migratori interni verso il Centro Nord, che sono tornati progressivamente ad ampliarsi nel corso dell'ultimo decennio. Per l'anno appena trascorso l'Istat stima un saldo migratorio interno del Mezzogiorno pari a -2,4 persone per ogni mille residenti. A questo fenomeno, che tende a interessare i giovani e le persone più istruite (cfr. il capitolo della sezione B: *Il mercato del lavoro* nella Relazione sull'anno 2004), si aggiunge quello degli spostamenti per motivi di lavoro senza variazioni della residenza anagrafica. Sulla base della *Rilevazione sulle forze di lavoro* nel 2006 circa l'8 per cento degli occupati in età lavorativa residenti nel Mezzogiorno svolgeva la sua attività nel Centro Nord (solo lo 0,1 per cento dei residenti di quest'ultima macroarea era invece occupato nel Sud); la quota era superiore, pari al 10 per cento, tra i lavoratori con età inferiore ai 35 anni. Circa un quarto di questi ultimi un anno prima non era occupato. La quota di laureati tra i giovani meridionali che svolgevano la loro attività prevalentemente nel Centro Nord era di circa il 15 per cento, a fronte di circa il 10 tra quelli occupati nel Mezzogiorno e dell'8 per cento nella popolazione meridionale con età compresa tra i 15 e i 34 anni.

L'occupazione femminile nel complesso del Paese ha ripreso a crescere a un ritmo sostenuto (2,5 per cento) dopo il rallentamento che aveva caratterizzato il quadriennio precedente (dal 3 per cento nel 1997-2001 all'1,5 per cento nei quattro anni successivi). Vi ha contribuito più che in passato la componente meridionale (3,5 per cento; 2,2 nel Centro Nord) che nel 2006 ha più che compensato le flessioni registrate negli anni precedenti.

Nell'ultimo decennio il tasso di occupazione delle donne in età lavorativa è aumentato di 8 punti percentuali, al 46,3 per cento del 2006. Il divario con la media dell'Unione europea, pur essendosi ridotto di circa un quarto, resta ancora ampio, intorno ai 10 punti percentuali; è più accentuato per le donne tra i 15 e i 24 anni (circa 17 punti percentuali), riflettendo la minore partecipazione dei giovani italiani di entrambi i sessi al mercato del lavoro, e per quelle tra i 45 e i 64 anni (circa 13 punti percentuali).

L'occupazione è ancora aumentata prevalentemente nella componente alle dipendenze (2,3 per cento; 381 mila persone); il numero di lavoratori autonomi è peraltro tornato a crescere (0,7 per cento), dopo la sostanziale stazionarietà degli anni precedenti, soprattutto nel Mezzogiorno (2 per cento; 0,2 nel Centro Nord). L'incidenza del lavoro autonomo sull'occupazione totale si è ulteriormente ridotta, al 26,4 per cento; resta tuttavia di molto superiore a quella media dell'area dell'euro, di circa 10 punti percentuali. Tra il 2004, primo anno per cui sono disponibili informazioni, e il 2006 il numero di occupati indipendenti con contratti di collaborazione e di prestazione d'opera occasionale è rimasto stabile nel complesso del Paese, pari a circa 500 mila persone, quale risultato di una crescita nel Mezzogiorno e di un calo nel Centro Nord (rispettivamente, 12,7 e -3 per cento); la quota sul totale dell'occupazione indipendente è aumentata di tre decimi, all'8,2 per cento. Circa la metà dei rapporti di lavoro disciplinati da queste forme contrattuali è esclusivo, viene svolto nella sede del committente e secondo orari prestabiliti, caratteristiche tipiche dell'occupazione alle dipendenze.

L'incidenza del lavoro autonomo, anche escludendo gli occupati nell'agricoltura, è simile in tutto il territorio nazionale; pari a circa il 20 per cento tra le donne e a circa il 30 tra gli uomini, è minore ai livelli intermedi di istruzione. La quota di autonomi aumenta al crescere dell'età, in modo molto accentuato tra le persone con più di 64 anni per le quali costituisce oltre l'80 per cento dell'occupazione, a fronte di circa il 40 per cento nella classe d'età 55-64.

Nel 2006 solo meno della metà della maggiore occupazione alle dipendenze ha assunto la forma di impiego a tempo indeterminato, concentrandosi quasi esclusivamente al Centro Nord (169 mila persone); oltre un quarto del maggior numero di occupati a tempo determinato era invece residente nel Mezzogiorno (55 mila persone). Il lavoro a carattere temporaneo, la cui quota sull'occupazione alle dipendenze è aumentata dal 12,2 al 13,1 per cento, riguarda per oltre metà le donne, che invece costituiscono solo il 41,3 per cento dell'occupazione a tempo indeterminato, e per circa due quinti i residenti nel Mezzogiorno (22,7 per cento dell'occupazione a tempo indeterminato).

La maggiore presenza delle donne negli impieghi a carattere temporaneo rispetto a quelli a tempo indeterminato riguarda tutte le classi di età e ogni livello di istruzione. Sulla base della Rilevazione sulle forze di lavoro*, per entrambi i sessi l'occupazione temporanea è in larga misura riconducibile alla mancanza di possibilità d'impiego a tempo indeterminato. Tuttavia, la quota di donne che volontariamente sceglie l'occupazione a termine cala con il crescere del livello di istruzione, mentre il contrario accade per gli uomini. La durata dell'impiego a termine risulta mediamente più breve, di circa due mesi, per le donne e nel Mezzogiorno e si riduce al crescere dell'età.*

Il numero di dipendenti a tempo parziale, aumentato del 6,4 per cento, ha raggiunto i 2 milioni e 290 mila unità, pari al 13,5 per cento dell'occupazione dipendente; per oltre l'80 per cento è costituito da donne, tra le quali il lavoro part-time interessa più di una lavoratrice su quattro (una su tre nell'area dell'euro).

Tra il 1996 e il 2006 il numero di donne occupate con orario ridotto è complessivamente cresciuto del 46 per cento, a fronte di un aumento del 15,5 per cento dell'occupazione femminile a tempo pieno (rispettivamente, -14,7 e 9,3 per cento per gli uomini). Sulla base dell'Indagine multiscopo sull'uso del tempo, condotta dall'Istat tra il 2002 e il 2003, le donne italiane dedicano mediamente 5 ore al giorno al lavoro familiare; il numero di ore scende a circa 4 per le donne occupate, indipendentemente dall'inquadramento professionale, mentre sale a poco meno di 7 tra quelle che svolgono prevalentemente attività domestiche e non partecipano al mercato del lavoro, pari a circa un terzo della popolazione femminile residente. Nel complesso le donne italiane occupate lavorano mediamente circa 9 ore al giorno, di cui solo poco più della metà in attività retribuite e pertanto incluse nelle misure dei conti nazionali. Nell'altra metà sono tuttavia

ricomprese attività che possono essere svolte da altri soggetti, come quelle per la pulizia della casa o i lavori di cura di bambini e anziani; lo sviluppo di un contesto di mercato all'interno del quale ciò avvenga con maggiore facilità costituirebbe un importante stimolo all'occupazione femminile e accrescerebbe la quota di valore aggiunto effettivamente prodotto rilevato dai conti nazionali.

La disoccupazione e l'offerta di lavoro

Nella media del 2006 il numero di persone in cerca di lavoro si è ridotto di 216 mila unità (-11,4 per cento), a un milione e 673 mila. E' diminuito a un ritmo simile il numero di coloro che cercano un lavoro da oltre 12 mesi, che costituiscono poco meno della metà del complesso dei disoccupati, una quota appena superiore a quella media della UE (rispettivamente, 48,4 e 44,9 per cento).

Sulla base delle informazioni disponibili nella *Rilevazione sulle forze di lavoro* è possibile stimare che circa un quinto delle persone in cerca di lavoro trovi un impiego nei successivi tre mesi; la quota è intorno al 30 per cento per coloro che sono alla ricerca da meno di sei mesi. Circa un terzo delle persone che hanno trovato lavoro nei tre mesi precedenti dichiara di essere alla ricerca di un nuovo impiego, segnalando la difficoltà dei disoccupati a individuare un impiego consono alle proprie caratteristiche. Un sistema di ammortizzatori sociali contribuisce a rendere più efficiente questo processo di transizione, alleviando i costi connessi con la mancanza di reddito durante i periodi di disoccupazione; d'altra parte, se mal disegnato può determinare un prolungamento eccessivo del periodo di non occupazione. L'Italia si caratterizza per un sistema frammentato e con pochi controlli, che copre solo parte dei lavoratori ed eroga importi generalmente più bassi che negli altri paesi europei: nel 2005 le prestazioni sociali connesse con lo stato di non occupazione ammontavano complessivamente allo 0,6 per cento del PIL, contro una media di circa l'1,3 per cento nella UE; l'indennità ordinaria di disoccupazione ammontava al 50 per cento dell'ultima retribuzione (circa il 70 per cento nella UE).

Nel 2001 sono state modificate le indennità di disoccupazione ordinaria, con il prolungamento da 6 a 9 mesi della durata massima per i lavoratori con almeno 50 anni e l'aumento dell'indennità dal 30 al 40 per cento dell'ultima retribuzione mensile, un livello basso nel confronto internazionale. Nostre stime preliminari degli effetti di breve periodo di tali cambiamenti condotte con riferimento agli anni 1997-2002 sul Campione longitudinale degli attivi e dei pensionati (CLAP) indicano che la lunghezza del periodo di ricerca di lavoro non è correlata con la durata massima dell'indennità, mentre aumenterebbe per effetto dell'incremento della sua entità.

Lo scorso anno il tasso di disoccupazione è sceso ancora, al 6,8 per cento dal 7,7 dell'anno precedente, il calo più forte dal 2001. La flessione ha interessato, ancorché in misura difforme, tutte le ripartizioni territoriali ed entrambi i sessi. Il tasso di disoccupazione è tornato a scendere anche tra i giovani di età compresa tra i 15 e i 24 anni, dopo essere aumentato nel 2005 (tav. 8.1).

Sulla base dei criteri internazionali stabiliti dall'International Labour Organization (ILO) si considera disoccupato chi è senza lavoro, è alla ricerca di un impiego, è disponibile a lavorare immediatamente e ha compiuto un'azione di ricerca nel mese precedente il momento della rilevazione; l'individuo è invece classificato tra gli inattivi se anche uno solo di questi requisiti non sussiste. Tra gli inattivi vi sono quindi sia individui che hanno definitivamente cessato di cercare lavoro sia persone che, pur disponibili a lavorare, nel mese precedente la rilevazione non hanno compiuto un'azione di ricerca. Nostre analisi econometriche basate sui dati della Rilevazione sulle forze di lavoro *mostrano tuttavia che l'aver compiuto l'ultima azione di ricerca più di un mese prima dell'intervista non è necessariamente associato con una probabilità di essere occupato dopo tre mesi significativamente inferiore a quella di una persona che, avendo attivamente cercato lavoro nel mese precedente la rilevazione, è classificata come disoccupato. Una definizione delle*

persone in cerca di lavoro che includa tutti gli individui che hanno statisticamente la stessa probabilità di trovare un lavoro nei tre mesi successivi dei disoccupati ufficiali con caratteristiche sociodemografiche simili determinerebbe, pur non alterandone significativamente il profilo ciclico, un tasso di disoccupazione più alto di quello calcolato secondo i criteri internazionali dell'ILO di circa 1,5 punti percentuali nella media dell'ultimo triennio; la differenza riflette principalmente il divario riscontrabile nel Mezzogiorno per gli individui di età compresa tra i 15 e i 34 anni e per le donne più anziane.

Tavola 8.2

Composizione della popolazione, tassi di partecipazione e occupazione nel 2006

CLASSE DI ETÀ	TITOLO DI STUDIO	Popolazione		Tasso di partecipazione		Tasso di occupazione	
		Italiani	Stranieri (1)	Italiani	Stranieri (1)	Italiani	Stranieri (1)
				Maschi			
15-24				36,7	57,8	29,5	50,8
	Fino a scuola media inferiore	9,0	12,9	26,9	50,3	21,0	43,7
	Scuola secondaria superiore	6,6	3,2	50,6	86,9	41,5	77,6
	Laurea o più	0,4	0,1	26,9	84,0	20,8	84,0
25-54				91,0	95,8	86,9	91,4
	Fino a scuola media inferiore	29,7	42,6	89,4	95,0	84,4	90,7
	Scuola secondaria superiore	27,7	30,5	92,4	97,1	89,1	92,9
	Laurea o più	8,2	7,5	92,5	95,2	88,6	89,3
55-64				44,7	74,4	43,5	71,3
	Fino a scuola media inferiore	11,7	1,6	36,9	77,2	35,3	73,5
	Scuola secondaria superiore	4,9	0,9	52,4	82,7	51,6	78,1
	Laurea o più	1,8	0,7	75,3	58,4	74,9	58,4
Totale		**100,0**	**100,0**	**73,9**	**89,0**	**69,8**	**84,2**
				Femmine			
15-24				26,7	31,9	20,0	22,3
	Fino a scuola media inferiore	7,6	11,4	14,4	26,8	9,9	18,3
	Scuola secondaria superiore	6,9	4,8	38,5	44,6	29,9	32,8
	Laurea o più	0,7	0,2	43,9	19,0	33,1	0,0
25-54				64,3	64,4	59,4	56,6
	Fino a scuola media inferiore	27,4	35,2	47,5	56,1	42,4	48,0
	Scuola secondaria superiore	28,1	32,8	73,5	70,9	69,1	63,3
	Laurea o più	9,8	11,5	84,7	71,5	79,6	63,9
55-64				22,2	52,1	21,5	50,0
	Fino a scuola media inferiore	14,1	2,3	15,1	51,6	14,4	49,3
	Scuola secondaria superiore	3,9	1,1	35,9	55,9	35,4	55,6
	Laurea o più	1,4	0,7	56,4	47,5	55,9	43,4
Totale		**100,0**	**100,0**	**50,4**	**58,6**	**46,1**	**50,7**

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*.
(1) Regolarmente presenti in Italia e residenti in famiglia.

Nel 2006 l'offerta di lavoro in Italia è cresciuta di 210 mila persone, a un ritmo triplo rispetto alla lenta dinamica del biennio precedente (rispettivamente, 0,9 e 0,3 per cento), durante il quale si era arrestata l'espansione del tasso di partecipazione avviatasi nel 1996. L'aumento riflette sia la crescita della popolazione residente sia, contrariamente ai due anni precedenti, il maggior tasso di partecipazione che, con riferimento alla popolazione di età compresa tra i 15 e i 64 anni, è aumentato di 4 decimi, al 62,7 per cento; era diminuito di 0,5 punti tra il 2003 e il 2005.

Anche nel 2006 la dinamica dell'offerta è stata diversa tra le due principali ripartizioni geografiche. A fronte di un aumento di 263 mila persone nel Centro Nord, l'offerta nel Mezzogiorno si è ridotta di altre 53 mila persone. Dal 2003, anno in cui si è avviata la flessione, oltre 300 mila persone residenti nel Mezzogiorno sono uscite dal mercato del lavoro. Dal 2004, primo anno per cui sono disponibili in-

formazioni confrontabili anche sulla composizione per età e per sesso delle forze di lavoro, la riduzione (-141 mila persone) ha interessato prevalentemente le donne (90 mila in meno) e i giovani di età compresa tra i 15 e i 34 anni (-216 mila). Tra questi ultimi il calo è riconducibile sia alla diminuzione della popolazione in questa classe di età (-134 mila) sia al minor tasso di partecipazione (dal 49,4 al 46,7 per cento tra il 2004 e il 2006), la cui riduzione si è riflessa solo parzialmente in un maggior numero di individui coinvolti in percorsi di formazione (56 mila).

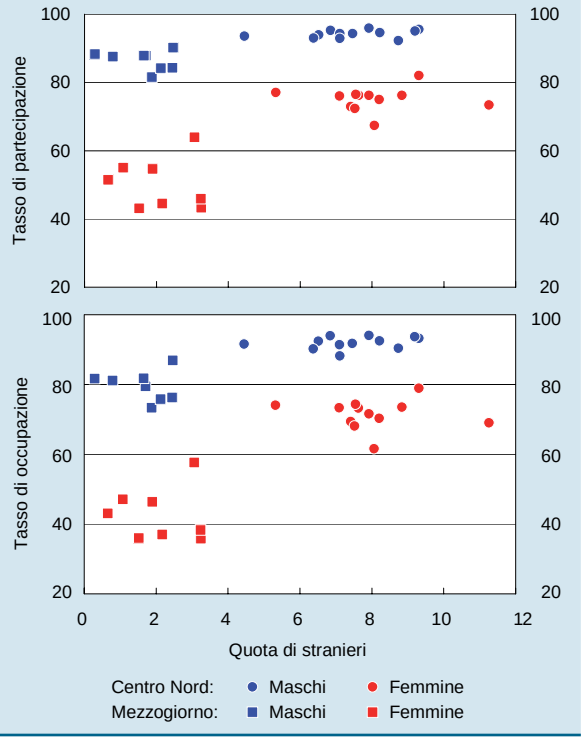
Secondo la *Rilevazione sulle forze di lavoro* la maggiore offerta di lavoro registrata nel Paese è costituita per oltre l'80 per cento da cittadini stranieri residenti (173 mila persone), a fronte di una crescita della popolazione corrispondente con almeno 15 anni di 209 mila persone. Il tasso di partecipazione degli stranieri residenti in età da lavoro supera in misura significativa quello dei cittadini italiani (rispettivamente, 89 e 73,9 per gli uomini e 58,6 e 50,4 per le donne); il divario, che riflette solo in parte la differente composizione demografica delle due popolazioni, risulta più ampio tra gli uomini nelle classi di età 15-24 e 55-64 anni con al massimo un diploma di scuola superiore e per le donne più anziane (tav. 8.2).

Al 1° gennaio del 2006 i residenti stranieri erano 2 milioni e 671 mila, 268 mila in più rispetto all'anno precedente (11,2 per cento), pari al 4,5 per cento della popolazione totale (2,7 per cento alla fine del 2002). Considerando anche i circa 100 mila stranieri non residenti ma regolarmente presenti nel Paese, l'incidenza sale al 4,7 per cento. Sulla base della Rilevazione sulle forze di lavoro *nel 2006 circa i quattro quinti della popolazione straniera residente era di età compresa tra i 25 e i 54 anni; la quota corrispondente per i cittadini italiani era pari a circa il 65 per cento. Il divario in termini di istruzione in questa classe di età appare relativamente contenuto: poco meno della metà degli uomini stranieri ha almeno un diploma di scuola superiore a fronte di circa il 55 per cento dei cittadini italiani; tra le donne la quota è sostanzialmente la stessa, appena superiore alla metà.*

Pur mostrando livelli di istruzione simili l'evidenza disponibile non suggerisce una relazione negativa tra le opportunità occupazionali dei cittadini italiani e la presenza di residenti stranieri: la correlazione tra i tassi di partecipazione e di occupazione dei cittadini italiani di età compresa tra i 25 e i 54 anni e la quota di stranieri con caratteristiche simili tra le regioni italiane non è statisticamente significativa (fig. 8.2). Nostre analisi econometriche riferite al periodo 1993-2003, che tengono conto delle diverse caratteristiche individuali e dei mercati del lavoro provinciali, confermano quest'evidenza. In particolare,

Figura 8.2

Tassi di occupazione e di partecipazione e presenza straniera (1)



Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Rilevazione sulle forze di lavoro*, 2006.
(1) I punti nella figura corrispondono alle regioni italiane. I tassi di occupazione e di partecipazione sono relativi alla popolazione dei cittadini italiani di età compresa tra i 25 e i 54 anni residenti nella corrispondente regione; la presenza straniera è misurata dalla quota dei cittadini stranieri di età compresa tra i 25 e i 54 anni regolarmente residenti nella regione sulla popolazione complessiva della regione dello stesso sesso e classe d'età.

la correlazione con la presenza straniera, sempre positiva, risulta per entrambi i sessi più forte per la scelta di partecipare al mercato del lavoro e, sia per la scelta di partecipare sia per la probabilità di essere occupati, più accentuata per le donne rispetto agli uomini. Per questi ultimi essa non risulta statisticamente significativa se riferita alla probabilità di lavorare.

Nel 2006 il tasso di partecipazione delle donne in età lavorativa è aumentato di 4 decimi, al 50,8 per cento, compensando per due terzi la flessione registrata nel complesso del biennio precedente. L'offerta femminile è pertanto cresciuta dell'1,1 per cento rispetto all'anno precedente. L'aumento, diversamente da quanto avvenuto per i maschi, è riconducibile sia alla componente straniera sia, ancorché per soli due decimi, a quella delle cittadine italiane.

La partecipazione delle donne italiane al mercato del lavoro può risentire positivamente della crescente presenza straniera, soprattutto di quella femminile, che consentirebbe di riconciliare i carichi familiari con l'attività lavorativa. Nostre analisi con riferimento al decennio 1993-2003 indicano che la probabilità per le cittadine italiane di partecipare al mercato del lavoro e di essere occupate è positivamente correlata alla quota di donne straniere nella provincia di residenza, anche tenendo conto di fattori locali che potrebbero simultaneamente influenzare sia la scelta lavorativa delle donne italiane sia la presenza di quelle straniere. Tale correlazione positiva è essenzialmente riconducibile a quella riscontrabile per le donne con figli in età prescolare e con al massimo un diploma di scuola superiore.

È proseguita la crescita della partecipazione nelle classi di età più anziane. L'offerta di lavoro delle persone con età compresa tra i 55 e i 64 anni è aumentata di 71 mila unità, portando il loro tasso di attività al 33,4 per cento, 9 decimi in più rispetto al 2005.

Sulla base dei dati censuari nell'ultimo decennio la popolazione di età compresa tra i 55 e i 64 anni è cresciuta di circa 250 mila unità (3,7 per cento); l'incidenza sulla popolazione in età da lavoro è salita di nove decimi, al 18,5 per cento. Le riforme del sistema pensionistico avviate a partire dalla metà degli anni novanta hanno contribuito ad accrescere il tasso di partecipazione in questa classe di età da una media del 29 per cento nella seconda metà dello scorso decennio a oltre il 33 per cento nel 2006, un livello tuttavia ancora inferiore, di circa 10 punti percentuali, a quello dell'area dell'euro e al traguardo del 50 per cento concordato nell'Agenda di Lisbona.

Il lavoro e l'istruzione dei giovani

Si è ancora ridotto il numero di giovani con meno di 25 anni che partecipano al mercato del lavoro (-78 mila persone), sia per la minore numerosità delle coorti più giovani (-54 mila) sia per il minor tasso di partecipazione (al 32,5 per cento nel 2006), disceso anche dall'allungamento dei percorsi di formazione. Tra le persone di età compresa tra i 25 e i 34 anni il calo dell'offerta (-126 mila persone) ha interessato per metà il Mezzogiorno; il tasso di partecipazione in questa classe d'età, che nel complesso del Paese è rimasto stabile al 77,2 per cento, è diminuito di un punto percentuale, al 63,5 per cento, nel Sud.

Una considerevole parte del capitale umano formatosi nelle università non è impiegato nei processi produttivi. Nel 2006 circa il 30 per cento dei laureati tra i 25 e i 34 anni non era occupato, una quota doppia rispetto a quella media della UE; di questi, solo poco più di un quarto era impegnato in percorsi di studio mentre oltre i

tre quarti, pur non cercando attivamente un impiego, si dichiaravano disposti a lavorare immediatamente. Il tasso di non occupazione dei laureati in questa classe di età varia in modo significativo tra i differenti gruppi disciplinari. Nel 2005, a fronte di un tasso complessivo di non occupazione pari al 25 per cento, solo il 15 per cento dei laureati in ingegneria non aveva un lavoro mentre la quota raggiungeva il 45 per cento per i laureati in materie umanistico-letterarie. Nonostante questi divari l'offerta non sembra adeguarsi rapidamente alla domanda. Nell'arco degli ultimi cinquant'anni, pur essendo aumentata di quasi dieci volte la quota dei laureati sulla popolazione, la distribuzione per disciplina è rimasta sostanzialmente inalterata, con un quarto delle lauree in ambito letterario e poco meno di un terzo in quello economico-giuridico a fronte di circa un quarto in discipline scientifiche o in ingegneria.

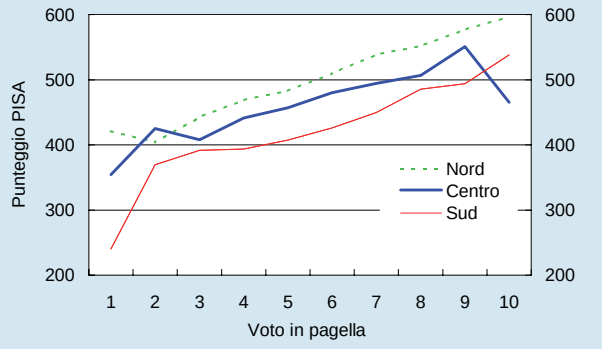
I divari territoriali di occupazione, partecipazione e disoccupazione dipendono in misura sostanziale dalla diversa dotazione di conoscenze nelle macroaree del Paese.

Sulla base dei dati dell'indagine PISA dell'OCSE i quindicenni del Mezzogiorno hanno livelli di apprendimento inferiori a quelli del Centro Nord di un valore pari a circa il 10 per cento del punteggio medio italiano. Divari significativi sono già presenti nella scuola primaria; essi tendono ad ampliarsi nella scuola media e in quella secondaria superiore, sebbene nel Mezzogiorno i tassi di abbandono della scuola, anche dell'obbligo, siano più elevati che nel Centro Nord. La quota di quindicenni con livelli molto bassi di apprendimento varia tra il 14 e il 22 per cento nel Mezzogiorno, a seconda degli ambiti disciplinari; è intorno all'8 per cento nelle regioni del Centro e non supera il 5 per cento nel Nord. La carenza di conoscenze nelle varie aree cognitive si concentra, specialmente nel Mezzogiorno, tra le stesse persone, con un ragazzo su tre carente in almeno una materia, uno su cinque in almeno due e uno su otto in almeno tre; i corrispondenti valori per le altre aree sono molto più bassi.

Le scuole e gli studenti non sembrano avere piena coscienza del livello relativo del grado di conoscenze acquisite. La valutazione che ne viene fornita dai voti scolastici, compresi quelli dell'esame di maturità, è solo debolmente correlata con i livelli di apprendimento misurati dalle valutazioni esterne fornite dalle indagini internazionali. Sempre secondo l'indagine PISA, il divario di apprendimento tra i quindicenni del Centro Nord e del Sud è molto ampio anche a parità di voto scolastico. In particolare per l'apprendimento della matematica, nell'intervallo di voto tra 4 e 8, dove si addensa oltre il 90 per cento degli studenti, la differenza nei punteggi del test PISA tra la popolazione scolastica del Nord e quella del Sud è intorno ai 70 punti, pari a circa il 16 per cento del risultato medio conseguito nella disciplina dagli studenti italiani. Il livello delle conoscenze matematiche di un ragazzo del Nord con 4 in pagella è in media uguale a quello di un ragazzo del Centro con 6 e superiore a quello di uno studente del Sud con 7 (fig. 8.3); al contempo il 15 per cento di co-

Figura 8.3

Voto in matematica nel test PISA e in pagella (1)



Fonte: elaborazioni su dati OCSE dell'indagine PISA. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*
(1) Il voto in pagella è espresso in una scala da 1 a 10; i risultati del test PISA sono normalizzati in modo da avere, nell'intero campione internazionale, una media pari a 500 punti e una deviazione standard pari a 100 punti.

loro che hanno un 4 in pagella al Sud hanno una conoscenza superiore al 15 per cento degli studenti che hanno 7 in pagella al Nord. Ne deriva che il voto in pagella ha uno scarso valore informativo delle competenze come misurate dall'indagine PISA.

L'input di lavoro nei settori dell'economia

Nel 2006, per effetto della ripresa dell'attività economica, l'input di lavoro, misurato in unità standard dalla contabilità nazionale, è tornato a crescere, interrompendo la fase di rallentamento del quadriennio precedente culminata nel calo del 2005 (tav. 8.3). L'aumento ha interessato, pur con ritmi difformi, tutti i principali comparti.

Tavola 8.3

Input di lavoro nei settori dell'economia italiana
(unità standard di lavoro; quote e variazioni percentuali)

BRANCHE	Totale				Dipendenti			
	Quote		Variazioni percentuali		Quote		Variazioni percentuali	
	1996	2006	2006/ 1996	2006/ 2005	1996	2006	2006/ 1996	2006/ 2005
Agricoltura, silvicoltura e pesca	7,3	5,3	-20,0	0,6	3,4	2,8	-6,6	3,1
Industria in senso stretto	22,5	20,2	-1,7	1,3	27,0	23,7	-0,4	1,4
di cui: *attività manifatturiere*	*21,6*	*19,5*	*-1,0*	*1,4*	*25,7*	*22,8*	*0,5*	*1,5*
Costruzioni	6,7	7,7	25,4	0,6	5,7	6,8	35,1	2,0
Servizi	63,5	66,8	15,3	1,9	63,9	66,7	18,2	2,2
Commercio e riparazioni	*14,9*	*14,3*	*5,5*	*1,4*	*9,4*	*10,2*	*22,8*	*2,4*
Alberghi e ristoranti	*5,1*	*6,0*	*28,5*	*1,5*	*4,4*	*5,5*	*41,1*	*2,3*
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	*6,3*	*6,5*	*13,6*	*1,7*	*7,1*	*7,2*	*16,1*	*1,7*
Intermediazione monetaria e finanziaria	*2,6*	*2,5*	*4,3*	*2,4*	*3,3*	*3,0*	*1,8*	*1,3*
Servizi alle imprese (1)	*8,2*	*11,5*	*54,3*	*2,8*	*6,2*	*8,9*	*62,3*	*3,4*
Pubblica Amministrazione (2)	*6,6*	*5,5*	*-7,3*	*-0,3*	*9,5*	*7,8*	*-7,3*	*-0,3*
Istruzione	*6,9*	*6,5*	*2,8*	*1,5*	*9,1*	*8,1*	*0,3*	*0,8*
Sanità	*5,8*	*6,2*	*16,5*	*1,2*	*6,8*	*7,3*	*20,5*	*2,3*
Altri servizi pubblici, sociali e personali	*3,9*	*4,3*	*23,0*	*7,1*	*3,4*	*4,0*	*35,1*	*9,2*
Servizi domestici presso famiglie e convivenze	*3,3*	*3,4*	*14,8*	*1,6*	*4,7*	*4,8*	*14,8*	*1,6*
Totale	**100,0**	**100,0**	**9,6**	**1,6**	**100,0**	**100,0**	**13,3**	**2,0**

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

L'Istat ha recentemente reso disponibili le stime dell'occupazione irregolare relative al periodo 2001-05 coerenti con le revisioni apportate al sistema dei conti nazionali (cfr. il riquadro: Revisione delle metodologie di calcolo dei conti nazionali nell'Unione europea, *in* Bollettino Economico, *n. 46, 2006). In base a questi dati nel 2005 le unità standard di lavoro irregolari nell'economia erano scese a 2 milioni e 951 mila (3 milioni e 280 mila nel 2001), pari al 12,1 per cento dell'input complessivo di lavoro (13,8 per cento nel 2001). Al calo del tasso di irregolarità ha contribuito il processo di regolarizzazione degli immigrati clandestini avviato nel 2002, che ha ridotto l'input di lavoro irregolare riconducibile agli stranieri non residenti di circa 450 mila unità, a 275 mila, tra il 2001 e il 2005 (dal 22 al 9,3 per cento dell'input irregolare di lavoro complessivo). Nel 2005 il tasso di irregolarità risultava particolarmente elevato in agricoltura (22,2 per cento) e nel comparto alberghiero, dei trasporti e del commercio (19,1 per cento); superava il 50 per cento nei servizi domestici.*

In agricoltura, dove negli ultimi vent'anni sia l'input di lavoro sia l'incidenza del comparto sull'occupazione privata si sono quasi dimezzati, nel 2006 la domanda di lavoro è lievemente aumentata (0,6 per cento); dal 1981 è accaduto solo altre due volte.

Nel settore delle costruzioni la fase di forte espansione dell'occupazione avviatasi nel 1999 e proseguita a un ritmo medio annuo intorno al 3 per cento ha subito un considerevole rallentamento (allo 0,6 per cento dal 3,7 del 2005), nonostante l'accelerazione degli investimenti in costruzioni e del valore aggiunto prodotto nel comparto (cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*).

Nell'industria in senso stretto l'occupazione ha registrato la crescita più sostenuta dal 1998 (1,3 per cento), recuperando per circa la metà la flessione registrata nel triennio precedente. L'incremento è riconducibile esclusivamente al comparto della manifattura (1,4 per cento).

Nelle imprese del campione Invind Banca d'Italia (imprese dell'industria con almeno 20 addetti), alla fine del 2006 l'occupazione era ferma sui livelli dell'anno precedente (tav. 8.4). L'incidenza del lavoro a termine, aumentata rispetto al 2005, si conferma più alta tra le imprese di minori dimensioni, che assumono anche una quota maggiore di lavoratori extracomunitari. Il maggior ricorso al lavoro a termine non si è riflesso in modo sistematico in un incremento del flusso di cessazioni tra le imprese più piccole. Sotto la spinta della ripresa dell'attività economica, il turnover è aumentato in tutte le classi dimensionali soprattutto per effetto del maggior flusso di assunzioni, sia nella componente a termine sia in quella a tempo indeterminato.

Tavola 8.4

Occupazione e orari di lavoro nelle imprese industriali con almeno 20 addetti
(valori percentuali)

VOCI	2005	2006								
		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)	-0,9	-0,2	-0,2	-0,5	0,6	-0,3	-0,7	0,4	0,2	-0,3
Occupazione alla fine dell'anno (2)	-1,0	..	0,4	0,2	1,1	-0,9	-0,1	0,3	0,1	-0,3
Quota di occupati a tempo determinato alla fine dell'anno	5,5	5,8	6,6	6,0	5,4	4,8	5,0	6,1	6,2	6,7
Quota di lavoratori extracomunitari	3,5	3,8	4,8	3,8	3,5	2,2	....	....	....	....
					Turnover (3)					
Turnover (4)	23,8	25,4	27,1	26,9	24,5	22,8	21,9	25,8	25,8	35,5
Assunzioni	11,4	12,7	13,7	13,5	12,8	10,9	10,9	13,0	13,0	17,6
a tempo indeterminato	4,0	5,7	6,4	6,1	5,3	4,9	5,1	6,0	5,9	6,8
a tempo determinato	6,5	7,0	7,3	7,4	7,5	6,0	5,8	7,0	7,1	10,8
Cessazioni	12,4	12,7	13,4	13,4	11,7	11,9	11,0	12,7	12,9	17,9
per fine contratto a tempo determinato	6,5	6,6	6,7	7,1	7,4	5,8	5,4	6,5	7,0	10,4
per altri motivi	5,9	6,1	6,7	6,3	4,3	6,1	5,6	6,2	5,9	7,5
					Orario di lavoro					
Ore lavorate per dipendente (2)	-1,1	1,0	1,4	0,8	1,7	0,5	1,5	0,9	0,4	0,5
Incidenza del lavoro straordinario (5)	4,0	4,2	3,6	4,1	4,1	4,8	4,3	4,3	3,7	4,0
Incidenza del lavoro interinale (5) (6)	2,4	2,8	....	2,4	3,1	3,2	2,7	3,4	2,0	2,5
Incidenza della CIG (5) (6)	1,7	1,5	....	1,4	0,9	1,8	1,8	0,9	1,6	1,8

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

Anche nel settore dei servizi privati l'incremento di quasi il 2 per cento registrato nel 2006 ha interrotto la fase di rallentamento che aveva caratterizzato gli anni precedenti (dal 2,6 per cento nel 2002 allo 0,5 del 2005). Il settore creditizio e assicurativo e dei servizi immobiliari e professionali, che costituisce oltre un terzo dei servizi privati, ha contribuito per circa la metà all'aumento complessivo (2,8 per cento). Nel comparto del commercio e degli alberghi, che esprime circa la metà della domanda di lavoro del complesso dei servizi privati, l'occupazione è tornata ad aumentare (1,4 per cento; -0,4 nel 2005).

Nelle imprese del campione Banca d'Italia (imprese dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti) l'occupazione è aumentata dello 0,9 per cento, un ritmo simile a quello dell'anno precedente, in presenza di flussi di assunzione e cessazione sostanzialmente stazionari. La crescita ha interessato soprattutto le imprese con oltre 500 addetti e con sede nel Centro o nel Nord Est; in quelle con meno di 50 addetti l'occupazione ha invece continuato a diminuire (tav. 8.5). È ancora salita l'incidenza del lavoro a tempo determinato, al 10,4 per cento, che determina oltre la metà del turnover delle imprese di questo comparto. La quota di addetti extracomunitari, ancora in crescita, è circa il 6 per cento tra le imprese con più di 200 addetti, quasi il doppio di quella riscontrabile tra le imprese al di sotto di questa soglia.

Tavola 8.5

Occupazione e orari di lavoro nelle imprese dei servizi privati non finanziari con almeno 20 addetti
(valori percentuali)

VOCI	2005	2006								
		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)	0,8	0,9	-0,5	1,3	0,3	1,9	0,3	1,8	1,6	..
Occupazione alla fine dell'anno (2)	0,6	1,2	-0,4	2,3	1,1	1,6	0,3	2,4	3,0	-0,8
Quota di occupati a tempo determinato alla fine dell'anno	10,0	10,3	10,9	12,4	10,1	8,4	9,6	11,4	10,6	9,6
Quota di lavoratori extracomunitari	4,1	4,5	3,1	3,2	6,5	5,9	....	....	....	....
Turnover (3)										
Turnover (4)	47,0	47,0	47,2	55,6	43,9	42,1	39,3	57,5	50,2	44,6
Assunzioni	23,8	24,1	23,4	28,9	22,5	21,9	19,8	30,0	26,6	21,9
a tempo indeterminato	9,6	9,6	8,2	11,0	8,7	10,1	7,7	12,2	9,6	10,0
a tempo determinato	14,2	14,5	15,2	18,0	13,8	11,8	12,1	17,8	17,0	11,8
Cessazioni	23,2	22,9	23,8	26,7	21,4	20,3	19,5	27,6	23,6	22,7
per fine contratto a tempo determinato	13,9	13,9	15,2	17,4	12,5	11,1	11,8	16,5	15,4	12,9
per altri motivi	9,3	9,0	8,6	9,2	9,0	9,2	7,7	11,1	8,2	9,8
Orario di lavoro										
Ore lavorate per dipendente (2)	-1,3	-0,3	-0,1	-1,0	0,5	-0,2	-0,6	-0,8	..	0,5
Incidenza del lavoro straordinario (5)	5,5	5,5	3,8	5,0	5,6	7,3	5,7	5,6	5,5	4,8
Incidenza del lavoro interinale (5) (6)	1,1	1,2	....	1,2	0,7	1,5	1,9	0,7	0,7	1,1

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

Nel settore pubblico o a prevalente gestione pubblica, che assorbe poco più dei due quinti dell'occupazione totale, l'input di lavoro è aumentato del 2 per cento. La crescita è stata sostenuta dal proseguimento dell'espansione del settore della sanità, il cui peso sull'occupazione complessiva del comparto è salito dal 23 per cento dell'inizio

degli anni novanta a oltre il 27, e dall'aumento dell'occupazione nell'istruzione, ritornata sui livelli dei primi anni novanta.

Tra il 1995 e il 2005 il numero di persone occupate nell'istruzione è cresciuto del 2,3 per cento in Italia e dell'11,7 per cento nella media della UE. Questi andamenti si sono associati a una diminuzione dell'utenza potenziale del sistema scolastico, approssimata con la popolazione di età compresa tra i 5 e i 19 anni, di entità più simile (rispettivamente, -8,7 e -7 per cento), che potrebbe essere stata parzialmente compensata da un aumento del tasso di partecipazione nell'istruzione secondaria superiore. Nel corso del decennio il rapporto tra il numero di ragazzi tra i 5 e i 19 anni e quello degli addetti nell'istruzione è passato da 7 a 5,8 nella UE e da 5,9 a 5,2 in Italia. Il divario, che in parte riflette sia scelte di assistenza agli studenti disabili sia di presenza delle strutture scolastiche sul territorio, pur se si è ridotto rimane ampio e non si associa con migliori risultati scolastici degli studenti italiani.

Le retribuzioni e il costo del lavoro

Nel 2006 le retribuzioni di fatto per unità di lavoro standard nell'intera economia rilevate dai conti nazionali hanno rallentato al 2,8 per cento (3,3 nel 2005; tav. 8.6). Questo rallentamento ha riflesso quello registrato nel settore pubblico (al 2,8 per cento, da oltre il 4 nella media del triennio precedente), riconducibile anche all'effetto statistico delle modalità di contabilizzazione dei pagamenti connessi con alcuni rinnovi contrattuali avvenuti nell'anno e relativi al biennio precedente. Nel settore privato le retribuzioni unitarie di fatto hanno continuato a crescere a un ritmo in linea con quello medio registrato negli anni precedenti, inferiore al 3 per cento, e solo un decimo in più rispetto al deflatore dei consumi delle famiglie residenti.

Il costo unitario del lavoro, che comprende gli oneri sociali a carico del datore di lavoro, è aumentato nell'intera economia meno delle retribuzioni (2,4 per cento) riflettendo la riduzione di alcuni contributi sociali (cfr. il capitolo 11: *La finanza pubblica*).

Nel settore privato il valore aggiunto per unità di lavoro, in termini reali e al netto dei canoni di locazione dei fabbricati, ha lievemente accelerato (allo 0,5 dallo 0,2 per cento del 2005; cfr. il capitolo 9: *La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali*). In presenza di una maggiore crescita del costo del lavoro per addetto a tempo pieno, il costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) è aumentato dell'1,9 per cento (2,5 per cento nel 2005). Ne è conseguito un ulteriore incremento della quota del lavoro sul valore aggiunto, salita al 70,8 per cento.

Con riferimento al settore privato comprensivo della locazione dei fabbricati, per il quale l'Eurostat diffonde informazioni confrontabili tra paesi, la quota del lavoro, corretta per tenere conto del lavoro autonomo, in Italia è inferiore a quella media dell'area dell'euro. Dopo essere diminuita fino alla fine degli anni novanta sia in Italia sia nella media dell'area, tra il 2001 e il 2006 nel nostro paese è aumentata di 1,4 punti percentuali a fronte di un ulteriore calo nell'area di 2,4 punti percentuali: il divario si è ridotto a circa 1,5 punti percentuali. Nella sola industria in senso stretto, negli ultimi due anni la quota italiana ha sopravanzato quella media dell'area con un divario, nel 2006, di circa 3 punti percentuali.

Nell'industria in senso stretto il CLUP ha continuato a rallentare riflettendo la ripresa della produttività e la sostanziale stazionarietà della dinamica del costo del lavoro; si è tuttavia ulteriormente ampliato il divario con l'area dell'euro, dove il CLUP è tornato a diminuire (-1,4 per cento). Con riferimento alle sole attività manifatturiere, la più forte crescita del valore aggiunto per addetto a prezzi costanti (2,3 per cento), che ha interrotto la flessione in atto dal 2000, ha contribuito a frenare la crescita del CLUP, scesa allo 0,5 per cento dopo un incremento medio annuo di oltre il 4 per cento nel quinquennio precedente.

Tavola 8.6

Costo del lavoro e produttività in Italia

(variazioni percentuali annue, salvo diversa indicazione)

ANNI	Valore aggiunto a prezzi base in quantità a prezzi concatenati (1)	Unità standard di lavoro totali	Prodotto per unità standard di lavoro (2)	Retribuzione per unità standard di lavoro dipendente	Costo del lavoro per unità standard di lavoro dipendente (3)	CLUP (3) (4)	Quota del lavoro sul valore aggiunto a prezzi base (3) (5)	Costo del lavoro reale per unità standard di lavoro dipendente (6)	Retribuzione reale per unità standard di lavoro dipendente (7)
				Industria in senso stretto					
1996-2000	0,6	-0,3	0,8	3,5	2,5	1,7	62,6	-0,1	1,0
2001-2005	-1,3	-0,6	-0,7	3,0	3,1	3,8	63,2	0,6	0,6
2001	-0,7	-0,6	-0,1	3,1	3,2	3,4	60,8	-0,4	0,3
2002	-0,8	0,7	-1,4	2,7	2,5	4,0	61,7	0,1	0,2
2003	-2,3	0,0	-2,2	2,6	2,8	5,2	64,1	1,5	-0,1
2004	-0,8	-1,0	0,2	3,9	4,0	3,9	64,3	0,5	1,7
2005	-1,8	-2,2	0,4	2,8	2,8	2,4	65,0	1,6	0,8
2006	2,5	1,3	1,2	3,2	2,7	1,4	66,0	2,7	1,0
				Costruzioni					
1996-2000	0,9	1,0	-0,2	3,3	2,1	2,3	71,8	-0,2	0,9
2001-2005	2,9	3,3	-0,4	2,6	2,9	3,3	67,8	-1,7	0,2
2001	7,6	6,2	1,3	2,7	1,8	0,5	69,4	-1,3	-0,1
2002	2,4	2,1	0,3	2,0	3,0	2,7	68,4	-1,2	-0,5
2003	2,8	2,7	0,0	2,5	3,9	3,8	67,9	-0,7	-0,2
2004	0,9	1,6	-0,7	3,8	3,9	4,6	66,7	-2,5	1,5
2005	0,7	3,7	-2,8	2,0	1,8	4,8	66,8	-2,6	0,0
2006	1,6	0,6	1,0	2,9	2,3	1,3	66,1	-0,1	0,8
				Servizi privati (8) (9)					
1996-2000	3,2	2,2	1,0	3,2	2,0	0,9	69,7	-0,1	0,7
2001-2005	1,1	1,6	-0,5	2,5	2,6	3,1	68,2	0,0	0,1
2001	3,1	2,4	0,6	3,0	2,7	2,0	67,0	-0,5	0,2
2002	0,5	2,6	-2,0	1,7	1,8	3,9	67,7	-0,9	-0,8
2003	-0,3	1,8	-2,1	2,0	2,3	4,5	68,1	-1,5	-0,7
2004	1,5	0,7	0,8	2,9	3,1	2,3	68,5	1,3	0,7
2005	0,8	0,5	0,3	3,1	3,1	2,8	69,5	1,7	1,1
2006	2,1	1,9	0,2	2,6	2,3	2,1	70,9	2,3	0,5
				Settore privato (9)					
1996-2000	2,1	0,9	1,2	3,4	2,3	1,1	69,5	0,2	0,9
2001-2005	0,4	0,8	-0,4	2,7	2,8	3,2	68,4	0,2	0,3
2001	1,9	1,8	0,1	2,9	2,7	2,6	67,2	-0,7	0,1
2002	0,1	1,5	-1,4	2,1	2,2	3,6	67,7	-0,5	-0,3
2003	-0,9	0,9	-1,7	2,5	2,9	4,7	68,7	-0,3	-0,2
2004	1,1	0,3	0,9	3,2	3,3	2,4	68,8	1,0	1,0
2005	-0,2	-0,4	0,2	2,8	2,7	2,5	69,6	1,4	0,8
2006	2,0	1,5	0,5	2,8	2,4	1,9	70,8	2,2	0,7
				Totale economia (9)					
1996-2000	2,0	0,8	1,1	3,5	2,7	1,5	72,5	0,3	1,0
2001-2005	0,6	0,8	-0,2	3,2	3,2	3,4	71,8	0,4	0,8
2001	1,9	1,8	0,1	3,5	3,2	3,0	70,5	-0,3	0,7
2002	0,3	1,3	-1,0	2,6	2,7	3,7	71,1	0,0	0,1
2003	-0,6	0,6	-1,2	3,2	3,7	5,0	72,2	0,2	0,5
2004	1,2	0,4	0,8	3,4	3,3	2,4	72,2	0,9	1,2
2005	0,1	-0,2	0,3	3,3	3,1	2,8	72,9	1,3	1,3
2006	1,8	1,6	0,2	2,8	2,5	2,3	74,0	1,6	0,7

Fonte: elaborazioni su dati Istat, *Conti nazionali*. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.
(1) Anno di riferimento 2000. – (2) Il prodotto è il valore aggiunto a prezzi base, quantità a prezzi concatenati, anno di riferimento 2000. – (3) Nel 1998 l'introduzione dell'IRAP e la contestuale eliminazione di alcuni contributi a carico delle imprese hanno determinato una discontinuità nei dati. – (4) Rapporto tra la retribuzione per unità standard di lavoro dipendente e il prodotto per unità standard di lavoro; il prodotto è il valore aggiunto a prezzi base, quantità a prezzi concatenati, anno di riferimento 2000. – (5) Valori percentuali. – (6) Reddito da lavoro per unità standard di lavoro dipendente deflazionato con il deflatore del valore aggiunto a prezzi base. – (7) Retribuzione per unità standard di lavoro dipendente deflazionata con l'indice dei prezzi al consumo. – (8) Includono commercio, alberghi, trasporti, comunicazioni, intermediazione creditizia, servizi vari a imprese e famiglie. – (9) Al netto della locazione dei fabbricati.

9. LA STRUTTURA PRODUTTIVA E LE POLITICHE STRUTTURALI E TERRITORIALI

Da almeno un decennio l'economia italiana mostra difficoltà strutturali, evidenti nella perdita di competitività e nella lunga fase di ristagno della produttività. Il buon andamento del mercato del lavoro non si è accompagnato a una sostenuta crescita dell'economia: negli ultimi cinque anni questa si è dimezzata rispetto al quinquennio precedente. I problemi investono soprattutto la capacità di innovare del sistema produttivo, la regolazione del sistema economico, la concorrenza nei mercati dei servizi e l'efficienza dei servizi pubblici, la qualità del capitale umano e del sistema di istruzione (cfr. il capitolo della sezione B: *L'offerta interna* nella Relazione sull'anno 2005 e il capitolo 8: *Il mercato del lavoro*).

Il ristagno della produttività si spiega solo parzialmente con il rallentamento dell'intensità di capitale seguito alle politiche di moderazione salariale e alle riforme che hanno reso meno costoso l'impiego del lavoro. Ha pesato in maniera preponderante la flessione dell'efficienza complessiva dei processi produttivi, penalizzata dalle difficoltà di adattamento delle imprese al mutato contesto tecnologico e di mercato e dalle debolezze del sistema economico nel suo insieme.

Nel settore manifatturiero, dove più evidente è stato l'indebolimento della dinamica della produttività, la tendenza negativa sembra essersi arrestata. Da una nostra apposita indagine emergono i segni di un processo di trasformazione e di riposizionamento delle imprese sui mercati, in base a strategie di rafforzamento dei vantaggi competitivi, in cui assumono un ruolo crescente attività di servizio come la ricerca, il marketing e l'assistenza al cliente. In questo processo gli imprenditori lamentano la scarsa efficienza dei servizi non esposti alla concorrenza internazionale e delle amministrazioni pubbliche, in particolare del sistema giudiziario.

Progressi sono stati compiuti sul piano della regolamentazione dei servizi, dove sono stati rimossi alcuni ostacoli all'accesso e alcune restrizioni alla condotta degli operatori non giustificati dalla tutela dell'interesse pubblico. Di particolare rilievo sono risultati gli interventi nei settori del commercio e delle professioni. Nei settori di pubblica utilità l'evoluzione degli assetti istituzionali non si è finora tradotta in evidenti vantaggi per imprese e consumatori, specialmente nell'energia, dove gli ex monopolisti pubblici continuano a godere di una posizione dominante. Nei servizi locali il processo di trasformazione avviato alla metà degli anni novanta, risentendo anche delle incertezze nel quadro normativo nazionale, non sembra aver determinato una incisiva modernizzazione del settore. Ritardi particolarmente evidenti si riscontrano nelle regioni del Mezzogiorno, sia sul piano gestionale che della qualità dei servizi offerti.

Il funzionamento della giustizia civile, nonostante i ripetuti interventi, è ancora carente. L'eccessiva durata dei procedimenti ostacola la soluzione efficace dei contenziosi, con

grave danno per l'efficiente funzionamento dei mercati. Pesano soprattutto carenze nella gestione delle risorse, quantitativamente non inferiori a quelle degli altri paesi europei.

Le regioni del Mezzogiorno continuano a manifestare un significativo ritardo nello sviluppo. In un quadro di generale difficoltà per il Paese, le politiche territoriali non sembrano essere state in grado di accelerare il processo di convergenza dell'area in misura significativa.

La produttività

I nuovi dati dei conti nazionali e le nuove misure del capitale impiegato nei processi produttivi, integrate da nostre stime, confermano la crisi di produttività già documentata in passato. Dopo il forte rallentamento registrato nella seconda metà degli anni novanta, la produttività del lavoro nell'intera economia è diminuita complessivamente di oltre mezzo punto percentuale tra il 2000 e il 2006. Nello stesso periodo in Francia e in Germania, dove tuttavia la dinamica dell'occupazione è stata più contenuta, la produttività del lavoro è aumentata in media annua dello 0,8 e dell'1,2 per cento rispettivamente.

Sull'andamento della produttività del lavoro negli ultimi cinque anni ha certamente pesato il lungo ristagno ciclico dell'economia italiana a cui non ha fatto seguito, contrariamente a quanto avvenuto nel corso della recessione all'inizio degli anni novanta, una riduzione dei livelli di occupazione. Le differenze sono connesse alle trasformazioni avvenute nel mercato del lavoro.

Tavola 9.1

Produttività del lavoro
(variazioni percentuali; medie annue)

ANNI	Produttività del lavoro	Intensità del capitale	Qualità del capitale (1)	Qualità del lavoro (1)	Composizione dell'offerta (2)	Produttività totale dei fattori
			Totale settore privato (3)			
1981-2006	1,3	0,6	0,1	0,3	0,0	0,2
1981-1985	1,4	0,7	0,0	0,5	0,0	0,3
1986-1990	2,4	0,7	0,1	0,3	0,0	1,2
1991-1995	2,3	0,9	0,0	0,5	0,0	0,9
1996-2000	0,7	0,4	0,2	0,2	0,0	-0,1
2001-2005	-0,3	0,5	0,0	0,2	0,1	-1,0
2001-2006	-0,3	0,4	0,1	0,1	0,1	-0,9
			Settori dell'industria in senso stretto			
1981-2001	2,0	0,9	0,1	0,3	0,1	0,6
1981-1985	3,5	1,6	0,5	0,1	0,1	1,2
1986-1990	3,1	0,7	0,1	0,2	0,0	2,0
1991-1995	3,6	1,1	0,0	0,5	0,0	1,9
1996-2000	0,8	0,7	0,0	0,3	0,0	-0,3
2001-2005	-0,7	0,7	0,0	0,3	0,2	-1,9
2001-2006	-0,4	0,6	0,0	0,2	0,2	-1,4

Fonte: elaborazioni su dati Istat e nostre stime; dati non corretti per gli effetti del ciclo economico.
(1) La variazione nella composizione qualitativa di un fattore produttivo è data dalla differenza fra la stima del suo contributo alla crescita ottenuta sulla base di una misura del flusso effettivo di servizi erogati dal fattore e la stima basata sul valore del suo stock. – (2) Misura gli effetti della ricomposizione dell'offerta fra i diversi settori produttivi; nella tavola è riportata con segno opposto per garantire l'additività delle determinanti della produttività del lavoro, misurata sulla base del valore aggiunto aggregato. – (3) Include tutti i settori (comprese scuola e sanità) tranne la pubblica Amministrazione e gli altri servizi pubblici, sociali e personali.

L'aumento della flessibilità nell'utilizzo, la lunga fase di moderazione salariale e la rapida crescita dei flussi migratori hanno reso meno costoso l'impiego del fattore lavoro rispetto al capitale, sostenendo la crescita dell'occupazione anche in fasi di lenta dinamica del prodotto. Ne è seguito un rallentamento dell'intensità di capitale nei processi produttivi, che a sua volta spiega una parte del negativo andamento della produttività. Tenendo conto dell'evoluzione della qualità dei fattori produttivi, nel settore privato il contributo alla crescita della produttività degli aumenti dell'intensità di capitale (rapporto capitale/lavoro) è sceso da 0,8 punti percentuali all'anno nel periodo 1985-1995 a circa 0,4 nel decennio successivo (tav. 9.1).

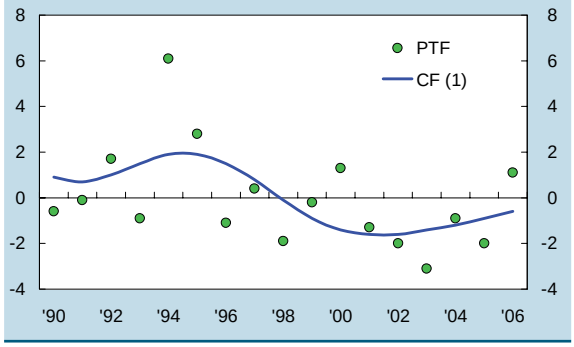
Al rallentamento del rapporto capitale/lavoro si è associato un deterioramento della produttività totale dei fattori (PTF), che approssima i guadagni di efficienza complessiva dei processi produttivi non attribuibili ai singoli fattori. La sua dinamica è scesa da valori di circa l'1 per cento all'anno tra il 1985 e il 1995 a valori negativi nel decennio successivo. Tra il 2000 e il 2005 il contributo della PTF alla crescita della produttività del lavoro è stato negativo di un punto percentuale.

La riduzione della PTF ha coinvolto tutti i principali comparti dell'economia ma è stata più intensa nell'industria in senso stretto. In questo settore si è passati da una crescita di circa il 2 per cento all'anno nel periodo 1985-1995, due volte superiore a quella media del settore privato, a valori leggermente negativi nella seconda metà degli anni novanta, a una riduzione dell'1,4 per cento all'anno tra il 2000 e il 2005. Il calo rimane significativo anche al netto della componente ciclica (fig. 9.1). La persistenza della tendenza negativa mostra che il sistema manifatturiero ha incontrato grandi difficoltà ad adattarsi ai mutati scenari di mercato segnati dalle nuove tecnologie dell'informazione e dal successo delle economie emergenti.

Negli ultimi tre anni – prima debolmente, nel 2006 con più forza – la produttività del lavoro nell'industria in senso stretto ha tuttavia ripreso a crescere (0,1 per cento nel 2004, 0,3 nel 2005 e 1,2 nel 2006). Questi segnali di miglioramento, uniti alla ripresa della produzione e delle esportazioni, suggeriscono che possa essere in corso un processo di ristrutturazione e riposizionamento sui mercati delle imprese italiane.

Figura 9.1

Produttività totale dei fattori nell'industria
(tassi di variazione percentuali annui)



(1) Filtro di Christiano e Fitzgerald.

La ristrutturazione in corso nel sistema delle imprese: demografia e cambiamenti strutturali alla luce di un'indagine della Banca d'Italia

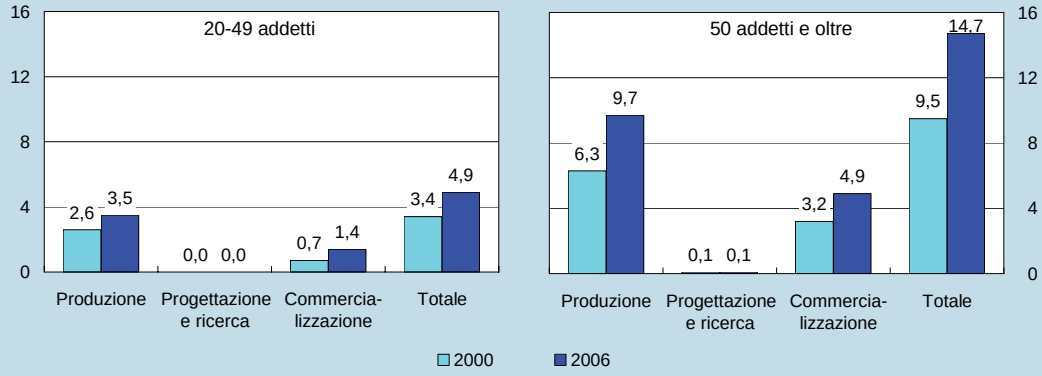
I dati relativi alla demografia di impresa rilevano i probabili segni di un lento processo di ristrutturazione avviato negli anni di stagnazione. Secondo i dati dell'anagrafe delle Camere di commercio, nel 2006, nonostante la ripresa dell'attività produttiva, le cessa-

zioni sono aumentate, comprimendo ulteriormente il tasso di crescita del numero delle imprese all'1,2 per cento (1,6 nel 2005, 1,8 nel 2004). Nel settore manifatturiero il saldo tra nascita e chiusura di imprese è stato ancora negativo e il tasso di uscita si è mantenuto elevato per il terzo anno consecutivo (5,4 per cento). Tali andamenti in una fase di ripresa della produzione potrebbero indicare, come suggerito da alcune impostazioni teoriche, che il sistema produttivo stia attraversando un processo di distruzione creatrice con la riallocazione della produzione dalle imprese espulse dal mercato a quelle già presenti e in grado di reggere le nuove sfide competitive; con il consolidarsi della ripresa, dovrebbero seguire un'accelerazione degli ingressi e una crescita dell'apporto delle nuove imprese.

Il processo di selezione nei settori dei servizi, concentrato nel commercio al dettaglio, sarebbe dovuto alla ristrutturazione in corso nel settore a seguito della progressiva riduzione delle barriere amministrative all'ingresso, che, ancorché in parte frenata dalle legislazioni regionali (cfr. il capitolo della sezione B: L'offerta interna *nella Relazione sull'anno 2005), sta dispiegando lentamente i suoi effetti. Nel settore manifatturiero il saldo negativo tra entrate e uscite di imprese sarebbe da ricondurre all'accentuarsi delle pressioni concorrenziali. I settori in cui il calo è stato maggiore sono quelli tradizionali come il tessile, in cui si è inasprita la concorrenza internazionale, e alcune produzioni a tecnologia medio-alta come la meccanica strumentale, in cui sono emerse chiare difficoltà nel mantenere i vantaggi competitivi del passato. I dati sulle imprese esportatrici di fonte ICE-Istat forniscono ulteriori indicazioni di come le pressioni concorrenziali derivanti dal mutato scenario internazionale abbiano inciso soprattutto sulle piccole imprese dei settori tradizionali, riducendone la quota di export in misura maggiore rispetto alla media e provocando una più intensa fuoriuscita di imprese.*

Figura 9.2

Tipo di attività prevalente all'estero delle imprese industriali
(quote percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*.

Un approfondimento specifico inserito nella consueta *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi* condotta dalla Banca d'Italia su oltre 4.000 aziende mostra come questo processo di selezione sia stato accompagnato da mutamenti qualitativi del tessuto produttivo. Tra il 2000 e il 2006 più della metà delle imprese industriali ha introdotto importanti cambiamenti di strategia ed è cresciuta, soprattutto per le aziende più grandi, la presenza sui mercati internazionali (fig. 9.2), con investimenti diretti o attraverso collaborazioni con altre imprese. A questi cambiamenti si associano mediamente migliori andamenti reddituali.

I cambiamenti di strategia hanno riguardato il rinnovamento della gamma di prodotti offerti (30,8 per cento), gli investimenti nel marchio (15,3 per cento) e l'avvio di operazioni di internazionalizzazione (7,3 per cento). Nel 12 per cento dei casi le imprese hanno modificato il listino in favore

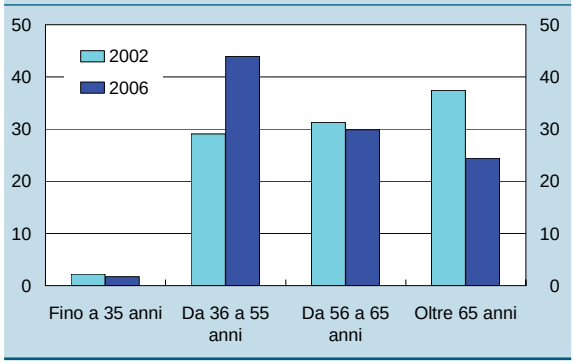
di prodotti appartenenti a settori diversi da quelli in cui operavano nel 2000. Contemporaneamente è cresciuta la quota di imprese con attività produttive all'estero (dal 5,4 all'8 per cento) e che ha collaborazioni con imprese straniere (dal 7,6 al 15,1 per cento).

I fattori che influenzano l'internazionalizzazione sono molto diversi al variare della dimensione d'impresa: le piccole sono principalmente motivate dall'esigenza di contenere il costo del lavoro (soprattutto nei settori tradizionali); le grandi dalla vicinanza ai mercati di sbocco. Pur se di modesta entità, la presenza delle imprese italiane è fortemente cresciuta in Cina e, in misura inferiore, in Europa.

Questi segni di rinnovamento sono stati accompagnati da un ricambio generazionale tra gli imprenditori (fig. 9.3), che ne ha ridotto l'età media e accresciuto il grado di istruzione. Nelle imprese industriali con oltre 50 addetti la quota di imprenditori con 65 anni di età e oltre è scesa dal 37,4 per cento del 2002 al 24,4 del 2006, mentre l'incidenza degli imprenditori con età compresa tra i 35 e i 55 anni è salita dal 29,1 al 43,9 per cento. Per queste imprese la quota di imprenditori laureati è passata dal 23 al 37,4 per cento e quella degli imprenditori con titoli postuniversitari dal 2,8 al 4,2 per cento. La percentuale di imprenditori con titolo di licenza media o inferiore è scesa dal 22,4 al 9,5 per cento. Al cambiamento generazionale è generalmente associata una maggiore probabilità di introdurre rilevanti cambiamenti strategici.

Figura 9.3

Distribuzione delle imprese industriali con 50 addetti e oltre per classe di età dell'imprenditore



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*.

Sotto il profilo qualitativo, da un'indagine sul campo con interviste approfondite a un ristretto numero di imprenditori, sono emersi ulteriori elementi utili a valutare le trasformazioni in atto nel mondo delle imprese. Risulta chiaro il ruolo crescente delle attività non strettamente produttive nel determinare il vantaggio competitivo delle imprese, mantenendo elevati margini in un mercato aperto e concorrenziale. Con l'affermarsi dei paesi emergenti un confronto competitivo esclusivamente in termini di costi dei processi produttivi sarebbe insostenibile.

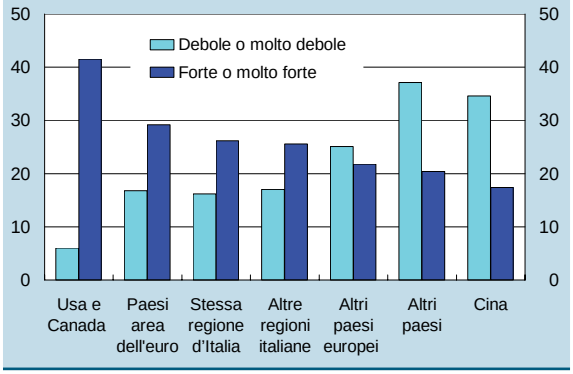
Secondo gli imprenditori sono di particolare rilevanza la ricerca e il design nella fase di sviluppo del prodotto; l'investimento nel marchio, le attività di marketing e lo sviluppo delle reti commerciali per la penetrazione dei beni sui mercati; sono spesso fondamentali i servizi offerti per rispondere alle molteplici esigenze dei clienti. Di conseguenza, la quota di imprese che producono con marchio proprio è in crescita, con miglioramenti sul piano dei risultati economici.

Cresce anche l'incidenza del personale laureato, salita per le imprese industriali con 50 addetti e oltre dal 6,9 per cento del 2000 al 9,5 per cento del 2006. In base ai dati della *Rilevazione sulle forze di lavoro* dell'Istat, nell'intero sistema produttivo si assiste a un costante aumento del peso degli occupati qualificati. In particolare la quota dei tecnici è cresciuta da meno del 12 per cento nel 1993 a oltre il 17 per cento nel 2006.

Anche sul piano organizzativo i cambiamenti sono evidenti. Si osserva in particolare una rapida crescita della diffusione di sistemi gestionali delle risorse aziendali di tipo ERP (*Enterprise resource planning*), che offrono l'opportunità di una più razionale gestione degli input produttivi, dell'organizzazione dei processi di produzione e degli scambi con fornitori e clienti: tra le imprese industriali con oltre 50 addetti la quota di quante dispongono di un sistema ERP è salita dal 20,1 per cento del 2000 al 36,4 del 2006. Poiché le attività terziarie assumono importanza crescente, aumenta il rilievo delle economie di scala non strettamente legate alla fase produttiva – dove la flessibilità delle tecnologie a controllo numerico ha già da tempo ridotto la rilevanza della dimensione – ma determinate dai costi fissi in attività immateriali: elevati volumi di vendita sono richiesti per recuperare gli investimenti nelle attività di ricerca, di marketing e di sviluppo di una rete commerciale. Sotto questo profilo sembra auspicabile un processo di aggregazione tra imprese, che tuttavia secondo l'indagine condotta non risulta ancora essersi affermato.

Figura 9.4

Percezione della forza della posizione sul mercato delle imprese industriali in base alla localizzazione dei principali concorrenti



Fonte: Banca d'Italia, *Indagine sulle imprese industriali e dei servizi*.

La crescente rilevanza di queste attività di servizio richiede un aumento della qualità delle risorse che la società nel suo insieme mette a disposizione dell'impresa, per esempio attraverso l'università, con la quale un numero ancora limitato ma crescente di imprese sta sviluppando rapporti di collaborazione sia per il reclutamento del personale qualificato, sia per lo sviluppo di nuovi prodotti e tecnologie.

Le numerose imprese che ancora vedono minacciati i propri vantaggi competitivi dalla concorrenza sui mercati internazionali dovranno puntare sull'innovazione organizzativa e di prodotto. Una quota rilevante di imprese industriali ritiene debole la propria posizione competitiva, soprattutto tra quante indicano nei paesi a bassi salari i loro principali competitori (circa il 35 per cento delle imprese; fig. 9.4). La percezione di debolezza è particolarmente diffusa tra le imprese dei settori tradizionali e tra le aziende con produzioni a medio-basso contenuto tecnologico.

A fronte di valori medi del 17,7 per cento, la percezione di debolezza competitiva coinvolge il 25,1 per cento delle imprese che indicano la presenza di concorrenti in paesi europei non appartenenti all'area dell'euro, il 34,6 per cento di quelle i cui competitori sono in Cina e il 37,1 delle imprese che si confrontano con le aziende degli altri paesi in via di sviluppo. La percezione di debolezza è più forte nel settore della moda, 28,7 per cento, nell'industria alimentare, 21 per cento, e tra le imprese a bassa tecnologia, 23,1 per cento.

Le politiche di incentivazione

Nella capacità innovativa le aziende italiane appaiono in ritardo rispetto alle imprese dei paesi più avanzati in tutti i settori e in tutte le classi tecnologiche.

La spesa complessiva, privata e pubblica, in ricerca e sviluppo (R&S) si mantiene in Italia a circa l'1 per cento del PIL (1,1 nel 2004, ultimo dato disponibile), a fronte dell'obiettivo ambizioso del 2,5 per cento fissato dal Governo nell'ambito della strategia di Lisbona, da conseguire entro il 2010.

L'incidenza della spesa in R&S, secondo l'annuale Rapporto sulle riforme strutturali *presentato all'Unione europea dal Governo italiano, dovrebbe essersi mantenuta a circa l'1 per cento del PIL anche nel 2005 e nel 2006. Un valore sostanzialmente pari a quello del 2003 e comunque inferiore alla Francia (2,2 per cento), alla Germania (2,5) e alla media europea (1,8). È cresciuta invece l'incidenza della componente privata della R&S, dal 46,8 per cento del 2003 al 49,1 nel 2004, quando la media UE raggiungeva il 63,3 per cento.*

Il perseguimento dell'obiettivo di accrescere le attività innovative richiede politiche che riorientino gli incentivi in favore della ricerca privata e delle collaborazioni tra imprese e istituzioni di ricerca. Se l'intervento pubblico deve porre rimedio ai fallimenti del mercato, come nel caso dell'attività di ricerca e sviluppo in cui i rendimenti privati dell'investimento sono inferiori a quelli sociali e generano un livello subottimale di spesa, l'erogazione di incentivi pubblici deve tuttavia seguire modalità che ne limitino gli effetti distorsivi. Sia nostre analisi econometriche sull'efficacia di strumenti di incentivazione degli investimenti, sia i pareri raccolti presso gli imprenditori in occasione dell'indagine sopra descritta fanno ritenere che gli incentivi automatici siano sotto questo profilo da preferire a quelli basati su procedure di selezione. In questa direzione si sta complessivamente muovendo l'impostazione attuale delle politiche per le imprese.

Seguendo le best practices *suggerite dall'OCSE, nel definire gli interventi di politica economica si dovrebbe: stabilire con chiarezza un obiettivo misurabile da sottoporre a valutazione; prevedere un'attività di controllo nelle fasi di attuazione; dar corso a una verifica dei risultati, in modo da valutare la congruità delle risorse impiegate e il grado di realizzazione degli obiettivi. Si ritiene inoltre preferibile perseguire obiettivi trasversali con strumenti automatici che limitino le attività di ricerca delle rendite.*

Il Ministero dello Sviluppo economico ha delineato una riforma della politica industriale con il disegno di legge Industria 2015, varato dal Consiglio dei ministri lo scorso 22 settembre e recepito in parte già dalla legge 27 dicembre 2006, n. 296 (legge finanziaria per il 2007). In base al disegno di legge, il riordino verrebbe effettuato lungo due direttrici. La prima prevede un sostegno generalizzato al sistema produttivo attraverso misure fiscali di carattere automatico, volte all'abbattimento dei costi di produzione, alla promozione degli investimenti, alla crescita dimensionale delle imprese e al riequilibrio territoriale. In questa classe di azioni rientrano due interventi contenuti nella legge finanziaria per il 2007: la riduzione delle aliquote dell'IRAP finalizzata al contenimento del costo del lavoro, disegnata in modo da promuovere i contratti di lavoro a tempo indeterminato; il credito d'imposta per le spese in ricerca e sviluppo fino al 10 per cento dei costi sostenuti (15 per cento se i costi si riferiscono a contratti con le Università e gli Enti pubblici di ricerca).

La seconda direttrice persegue obiettivi volti a riposizionare il sistema industriale italiano verso le produzioni a più alto valore aggiunto. Secondo il disegno di legge, questi interventi si avvarrebbero di Progetti di innovazione industriale (PII) destinati a particolari aree tecnologiche e produttive. La legge finanziaria per il 2007 prevede il finanziamento di cinque PII per l'efficienza energetica, la mobilità sostenibile, le nuove tecnologie della vita, il patrimonio culturale e il "made in Italy".

Il disegno di legge prevede la messa a punto di meccanismi di monitoraggio e di valutazione; ciò costituisce una novità importante volta a favorire una maggior trasparenza nella linea delle *best practices* sopra richiamate. L'automatismo degli incentivi previsto nella prima direttrice di intervento rappresenta un elemento positivo, anche se occorrerà valutare attentamente le risorse necessarie a onorare gli impegni verso gli utilizzatori dello strumento, al fine di dare certezza alle imprese sulla loro effettiva disponibilità nella fase di pianificazione degli investimenti. Le misure di incentivazione settoriale previste nella seconda direttrice appaiono connotate da procedure di attivazione complesse e presuppongono che i soggetti pubblici coinvolti abbiano una elevata capacità di valutazione strategica nella selezione dei progetti. Sono rilevanti i rischi di un'allocazione subottimale delle risorse e di un appesantimento burocratico.

La regolamentazione delle attività produttive

Un settore protetto dalla concorrenza soffre di una inefficiente allocazione delle risorse, limita il proprio potenziale di crescita, danneggia i settori che utilizzano i suoi output come input produttivi. Un nostro recente lavoro di ricerca mostra l'esistenza di una relazione negativa fra gli ostacoli alla concorrenza nel comparto dei servizi alla produzione e la crescita del valore aggiunto e della produttività nell'industria manifatturiera nei paesi dell'OCSE, soprattutto nel caso delle attività professionali (ad es. notai, avvocati, ingegneri, commercialisti) e della fornitura di energia (elettricità e gas). Per le professioni rilevano soprattutto le restrizioni alla condotta degli operatori (come i divieti di pubblicità, le tariffe stabilite dagli ordini), mentre nella fornitura di energia hanno maggiore importanza le barriere all'ingresso di nuove imprese.

Tali risultati appaiono particolarmente rilevanti per un paese quale l'Italia in cui, secondo gli indicatori dell'OCSE, all'inizio degli anni novanta il livello di regolamentazione dei servizi alla produzione era tra i più elevati; nel 2003, nonostante le significative riduzioni registrate in tutti i settori a eccezione delle professioni, esso rimaneva superiore alla media degli altri paesi.

Gli interventi contenuti nella legge 4 agosto 2006, n. 248 e nella legge 2 aprile 2007, n. 40 (le cosiddette leggi Bersani) vanno nella direzione di ridurre gli ostacoli alla concorrenza in questi mercati, rimuovendo i vincoli regolamentari all'accesso e alla condotta degli operatori non rispondenti a esigenze di tutela dell'interesse pubblico. Tra i settori oggetto di intervento figurano: la distribuzione commerciale, i servizi professionali, la distribuzione di farmaci, le assicurazioni e i trasporti pubblici locali. Particolarmente significative, per la rilevanza economica dei settori interessati, sono le misure adottate nella distribuzione commerciale e nei servizi professionali.

Per la distribuzione commerciale è stato introdotto un insieme di principi e di disposizioni di carattere generale volti a impedire l'adozione a livello locale di disposizioni che riducano il livello di concorrenza nel settore (cfr. il capitolo della sezione B: *L'offerta interna* nella Relazione sull'anno 2005). È stata inoltre abrogata la legislazione nazionale ritenuta incompatibile con i medesimi principi.

In particolare, sono state rimosse le barriere regolamentari all'ingresso costituite dai requisiti professionali (tranne che nel settore alimentare), dalle distanze minime tra esercizi, dai limiti riferiti alle quote di mercato, dai limiti all'assortimento merceologico (permane la distinzione tra settore alimentare e non

alimentare); sul fronte della condotta degli operatori, sono stati eliminati divieti e vincoli alle attività promozionali. Permangono, tuttavia, rilevanti restrizioni agli orari di apertura degli esercizi commerciali.

Al 1° gennaio del 2007, termine previsto dalla legge, non tutte le Regioni avevano provveduto ad adeguare la propria regolamentazione.

Nei servizi professionali sono state introdotte significative misure di liberalizzazione delle regole di esercizio relative alla determinazione dei compensi, alla pubblicità e alla organizzazione dell'attività con l'obiettivo di incrementare il grado di concorrenzialità e favorire l'adozione di forme organizzative maggiormente efficienti.

È stata abolita l'obbligatorietà delle tariffe fisse o minime ed è stata introdotta la possibilità di fissare compensi parametrati al raggiungimento di determinati obiettivi. Rimane consentita la previsione di tariffe massime. È inoltre permesso ai professionisti di svolgere pubblicità informativa in relazione ai titoli e alle specializzazioni possedute, ai prezzi e alle caratteristiche dei servizi offerti. Sul fronte dell'organizzazione dell'attività, è ora permesso fornire servizi professionali interdisciplinari da parte di società di persone o di associazioni tra professionisti.

Le innovazioni apportate avvicinano la regolamentazione italiana a quella prevalente negli altri paesi industriali. L'indice di regolamentazione dei servizi professionali calcolato dall'OCSE, tra i più alti del mondo avanzato prima della riforma, secondo nostre elaborazioni presenterebbe ora valori assai vicini alla media.

I servizi di pubblica utilità: energia, telecomunicazioni, servizi pubblici locali

Energia. – A un decennio dal suo avvio, la liberalizzazione del settore energetico è ancora incompleta nel mercato elettrico e molto in ritardo in quello del gas.

Nel comparto elettrico il profondo mutamento degli assetti istituzionali, con la separazione della rete dall'ex monopolista e con l'avvio della borsa elettrica, è stato accompagnato da una progressiva riduzione del grado di concentrazione nella produzione. Secondo gli indicatori dell'Eurostat, la quota detenuta dall'ex monopolista è scesa più che negli altri principali paesi dell'Unione europea, dal 71 per cento del 1999 a meno del 40 nel 2005.

Questo indicatore, tuttavia, coglie in misura insufficiente gli effettivi assetti concorrenziali del mercato. Come mostrato dall'indagine conoscitiva dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato e dell'Autorità per l'energia elettrica e il gas, nel 2004, nonostante la riduzione della quota di produzione, Enel manteneva un elevato potere di mercato. La possibilità di influenzare i prezzi era assicurata all'operatore dominante in quasi tutte le aree in cui è segmentato il mercato elettrico dal controllo degli impianti marginali, necessari al soddisfacimento dei picchi di domanda nel corso della giornata (ruolo pivotale). L'analisi, confermata per il 2005 dall'indagine della Commissione europea, concludeva che soltanto l'ingresso di nuovi operatori e l'adeguamento della rete potessero consentire l'affermazione di un mercato concorrenziale. Come mostrano gli studi sull'esperienza del Regno Unito, primo tra i grandi paesi europei ad aver avviato la liberalizzazione del settore, la discesa dei prezzi è soprattutto associata alla drastica riduzione della concentrazione negli impianti marginali.

Nel dicembre dello scorso anno l'Autorità antitrust ha deliberato la cessione da parte di Enel di 1.000 MW di capacità virtuale (cessione in via temporanea ad altri operatori di quote di produzione a prezzi prestabiliti) nell'area Macrosud. Per il 2008 è stata prevista la cessione di ulteriori 700 MW di capacità virtuale, previa verifica della permanenza di condizioni di pivotalità. Per quanto riguarda le altre macroaree, il potere di mercato dell'ex monopolista dovrebbe invece essere stato ridotto con la stipula di contratti di lungo periodo con l'Acquirente unico, la società pubblica che acquista l'energia per i clienti che non possono scegliere il fornitore (clienti vincolati). Questi contratti dovrebbero ridurre i margini di discrezionalità di Enel nel decidere le quantità da produrre e, di conseguenza, la possibilità di trarre vantaggio dal controllo degli impianti marginali. Occorrerà valutare se i provvedimenti saranno sufficienti a determinare un contenimento dei prezzi, che si mantengono in Italia su livelli sensibilmente superiori alla media europea.

Nel settore del gas i prezzi, in precedenza non discosti dai valori medi dell'Unione europea, nell'ultimo biennio hanno seguito solo parzialmente il rialzo dei prezzi della materia prima e si collocano oggi su livelli inferiori. Il processo di liberalizzazione è in ritardo in gran parte dei paesi europei, ostacolato dal controllo esercitato dalle imprese dominanti nell'approvvigionamento del gas, importato da un ristretto numero di paesi con contratti di lungo periodo non contendibili. In Italia, secondo l'Autorità per l'energia elettrica e il gas, ENI mantiene una posizione dominante in tutte le attività della filiera. Dato il controllo esercitato sulle importazioni e sulle infrastrutture, non sembrano emergere spazi per il dispiegamento di un effettivo gioco concorrenziale. Nel medio termine potrebbe svolgere un ruolo positivo per l'accesso di nuovi concorrenti l'apertura di impianti di rigassificazione, che consentirebbero di importare gas per nave senza dover sottostare ai vincoli imposti dall'uso dei gasdotti controllati da ENI. L'Autorità di settore reputa scarsamente fondati i rischi di un eccesso di offerta.

La legge finanziaria per il 2007 ha prorogato i termini entro cui ENI dovrà scendere al disotto del 20 per cento del capitale di Snam, la società del gruppo che gestisce la rete nazionale. Dal 31 dicembre del 2008 il termine è stato rinviato ai 24 mesi successivi all'entrata in vigore del decreto che dovrà stabilire i criteri di privatizzazione della rete.

Per il prossimo luglio le direttive comunitarie prevedono la piena apertura dei mercati finali, che assicurerà a tutte le imprese e alle famiglie la libertà di scegliere il fornitore di energia e gas. Per il gas questa possibilità è già operativa dal 2003, ma l'Autorità di settore aveva previsto un prezzo amministrato per i clienti più deboli. Con l'avvio della piena liberalizzazione, la direttiva comunitaria 26 giugno 2003, n. 54, impone limiti stringenti alla possibilità di regolazione dei prezzi, da definire con apposita legge di recepimento. Come indicato dall'Autorità di settore nella segnalazione al Parlamento e al Governo del 15 maggio 2007, n. 19, con il perdurare di assetti non concorrenziali dei mercati e in mancanza della legge che dovrebbe definire i nuovi strumenti di tutela dei consumatori, la liberalizzazione delle vendite finali potrebbe tradursi in un innalzamento dei prezzi. Il disegno di legge n. 691 del 2006, che prevede una delega al Governo per il recepimento della direttiva, non ha ancora completato il suo iter.

Alcune misure previste da questo disegno di legge per la promozione dell'efficienza energetica sono state invece introdotte nella legge finanziaria per il 2007. Queste norme sono rese necessarie dalla elevata e crescente dipendenza da fonti importate e dagli impegni di contenimento delle emissioni di gas serra assunti con la UE, fino a oggi disattesi (l'indice per le emissioni è salito da 106 nel 2000 a 112 nel 2005, a fronte di un obiettivo di 93,5 da raggiungere entro il 2010). L'Unione europea ha inoltre innalzato ulteriormente gli obiettivi di riduzione delle emissioni al fine di contenere il riscaldamento atmosferico, delineando misure che impegneranno tutti i paesi.

Nel 2006 il fabbisogno energetico lordo del Paese, discostandosi dalla tendenza degli ultimi anni, si è ridotto dell'1,1 per cento, principalmente per effetto delle temperature particolarmente miti. L'intensità energetica, data dal rapporto tra domanda complessiva di energia misurata in TEP (tonnellate equivalenti di petrolio) e PIL in termini reali, è scesa da 160,4 a 155,7. Anche nel 2006, in seguito alla riduzione della produzione nazionale (-2,6 per cento) ha continuato a crescere la dipendenza dalle fonti importate, salita all'87,1 per cento dall'85,8 del 2005.

Telecomunicazioni. – Nelle telecomunicazioni l'apertura al mercato, anche per le importanti innovazioni tecnologiche che hanno investito il settore, è a uno stadio più avanzato (cfr. il capitolo della sezione B: *L'offerta interna* nella Relazione sull'anno 2005). L'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni rileva tuttavia, nel rapporto allegato alla delibera del 2 maggio 2007, n. 208, come Telecom Italia, operatore dominante, mantenga il controllo in regime di monopolio della rete, infrastruttura essenziale e non replicabile secondo criteri di economicità, dando vita a numerosi casi di contenzioso con i concorrenti. In seguito all'integrazione dei poteri conferiti all'Autorità di settore dalla legge 4 agosto 2006, n. 248, essa è pertanto intenzionata a concludere entro l'anno le procedure per la separazione funzionale o societaria da Telecom Italia della rete, anche se l'estensione dell'infrastruttura oggetto del provvedimento è ancora da definire. In particolare deve essere stabilito se la separazione riguarderà la sola rete tradizionale o anche le infrastrutture di nuova generazione.

Servizi pubblici locali. – Come la maggior parte degli altri paesi industriali, l'Italia ha incluso nei processi di liberalizzazione i principali comparti dei servizi pubblici locali (SPL). Dalla metà degli anni novanta, nuovi principi normativi hanno mirato a separare la gestione dalla programmazione e dal controllo sul servizio. L'immissione di elementi concorrenziali nella gestione del servizio e il rafforzamento del ruolo di programmazione e controllo degli enti locali avrebbero dovuto favorire il superamento della dimensione comunale della gestione e l'acquisizione di una logica industriale, anche nel caso di aziende di proprietà pubblica. Al fine di contenere i disavanzi e di rendere espliciti e moderare i costi dei servizi era inoltre prevista la progressiva copertura di questi ultimi con incrementi tariffari, che i guadagni attesi di efficienza avrebbero dovuto comunque limitare. Sulla base dei primi risultati di una apposita rilevazione della Banca d'Italia, l'effettivo grado di attuazione di questi orientamenti appare parziale e notevolmente differenziato sul territorio, risentendo delle incertezze del quadro normativo di riferimento e del diffuso ricorso a regimi provvisori. Il processo di costituzione degli Ambiti territoriali ottimali (ATO) e delle relative Autorità d'ambito, che avrebbero dovuto gestire l'affidamento dei servizi a un livello sovracomunale, non si è dimostrato agevole. Inoltre, ove costituiti, questi nuovi organi hanno teso a tramutarsi in un ulteriore soggetto di rappresentanza politica e, per le competenze tecniche, spesso si avvalgono dei gestori di cui dovrebbero essere controparte. Il disegno di legge delega relativo all'insieme dei SPL presentato dal Governo all'avvio della nuova legislatura è ancora in discussione in Parlamento.

Nel settore del trasporto pubblico urbano, dai primi risultati dell'indagine condotta presso i comuni capoluogo di provincia emerge come le innovazioni introdotte dal decreto legislativo 19 novembre 1997, n. 422 (cosiddetto decreto Burlando) e successive integrazioni, non abbiano fin qui prodotto i risultati attesi. Solo meno della metà dei comuni, in gran parte del Centro Nord, ha fatto ricorso a gare per l'aggiudicazione del servizio. Prevalgono i casi di affidamento diretto e *in-house* e, anche nei casi in cui sia stata utilizzata una procedura di gara, l'aggiudicatario del servizio

è risultato solitamente il gestore precedente; il numero dei partecipanti è stato quasi sempre molto basso (in quasi il 70 per cento dei casi meno di tre, nel 40 per cento un solo partecipante), con una scarsa partecipazione di concorrenti esteri; i ribassi rispetto alla base d'asta sono stati generalmente di entità irrilevante (meno dell'1 per cento nel 65 per cento delle gare). I risparmi sono stati spesso perseguiti differenziando le condizioni contrattuali dei nuovi assunti e attraverso l'outsourcing, senza mutare l'organizzazione complessiva. Più in generale, le modalità dell'intervento dello Stato centrale nel fornire parte delle risorse necessarie ai rinnovi dei contratti di lavoro e agli investimenti riducono l'incentivo per gli enti locali ad impegnarsi nel contenimento dei costi.

Anche nel settore della raccolta e smaltimento dei rifiuti il processo di modernizzazione avviato dal cosiddetto decreto Ronchi (decreto legislativo 5 febbraio 1997, n. 22) è ancora lontano dal suo completamento. Gli affidamenti del servizio solo in pochi casi avvengono a livello di ATO e, soprattutto nel Mezzogiorno, sono diffuse gestioni commissariali dell'organizzazione regionale del servizio. Sebbene tra gli obiettivi della nuova legislazione vi fosse un contenimento della produzione, tra il 2000 e il 2006 i rifiuti per abitante sono aumentati a tassi superiori a quelli della crescita del PIL e a quelli della media dei paesi europei (6 per cento tra il 2000 e il 2005, contro l'1 per cento nella media dei paesi della UE-15). Anche gli obiettivi di sviluppo della raccolta differenziata (35 per cento entro il 2003, innalzato dalla legge finanziaria per il 2007 al 45 per cento entro il 2008 e al 65 per cento entro il 2012), sono stati conseguiti pienamente solo nelle regioni del Nord; sono stati ampiamente disattesi nel Mezzogiorno ove la corrispondente quota non raggiungeva il 10 per cento nel 2005 (38 per cento nel Nord). In quest'area la scarsa diffusione della raccolta differenziata si associa a una limitata dotazione di infrastrutture di smaltimento alternative alle discariche, in alcuni casi ormai drammaticamente insufficienti a fronteggiare i bisogni locali.

L'applicazione della tariffa in sostituzione della tassa sui rifiuti, che avrebbe dovuto far emergere i costi del servizio e determinarne la piena copertura con le entrate, è ancora limitata a meno di un quarto della popolazione nazionale (solo il 7 per cento nel Mezzogiorno). Per quanto riguarda i costi, le fonti statistiche non danno indicazioni univoche.

I dati dei Conti pubblici territoriali relativi al settore pubblico allargato, elaborati dal Ministero dello Sviluppo economico, indicano un incremento del 20 per cento in termini reali tra il 1998 il 2005. Esso sarebbe più contenuto (14 per cento circa) in base ai dati tratti dai bilanci comunali e da quelli di fonte APAT, e interamente da ricondurre all'aumento delle quantità prodotte, cresciute in egual misura. La copertura delle spese con entrate da tasse e tariffe sembra in aumento. Le differenze tra regioni in termini di costi per tonnellata misurati dai bilanci comunali sono elevate e non sembrano essere spiegate da differenze nelle caratteristiche osservabili delle regioni (struttura del territorio, incidenza della raccolta differenziata, struttura demografica, incidenza delle gestioni dirette).

Anche per i servizi idrici, a tredici anni dalla cosiddetta legge Galli (legge 5 gennaio 1994, n. 36), gli indirizzi di legge appaiono in parte disattesi. L'affidamento del servizio a livello di Ambito territoriale ottimale (ATO) è avvenuto solo in 59 dei 91 ATO costituiti, che servono circa i due terzi della popolazione. Anche nel caso di affidamento integrato del servizio, all'interno di un singolo Ambito permane una pluralità di operatori (per un totale di 108 in 59 ATO). Prevalgono gli affidamenti *in-house* e quelli al precedente gestore, stabiliti sulla base della clausola di salvaguardia prevista dalla legge. Negli ATO in cui il servizio non è stato affidato operano ancora circa 600 gestori.

Sul piano della qualità della gestione, emergono dubbi sulla correttezza dei piani d'ambito nel commisurare le tariffe ai costi e al finanziamento dei progetti di investimento stabiliti al momento dell'affidamento del servizio. In molti casi, infatti, allo scopo di contenere le tariffe e dovendo coprire interamente i costi, sarebbero state sovrastimate le previsioni di consumo, in modo da accrescere quelle sui ricavi.

Sulla base dei dati raccolti presso 76 gestori permangono evidenti differenze territoriali nell'efficienza e nella qualità del servizio. La differenza tra acqua immessa negli acquedotti e quantità fatturate, che approssima la dispersione idrica, è circa un quarto del totale dell'acqua erogata nel Nord Ovest, circa un terzo nel Nord Est e al Centro e circa il cinquanta per cento nel Mezzogiorno. In quest'area nel 2005, in base ai dati dell'Istat, la quota di famiglie che lamentava interruzioni del servizio era pari al 23,8 per cento, contro il 9 per cento di quelle del Centro Nord (il differenziale si è lievemente ridotto rispetto al 2000, quando le interruzioni erano indicate dal 28,3 e 8,3 per cento delle famiglie, rispettivamente).

Le privatizzazioni

Nel corso del 2006 il Ministero dell'Economia e delle finanze non ha condotto operazioni di cessione del capitale delle società direttamente detenute (tav. 9.2). È stata avviata la procedura per la cessione del pacchetto di controllo di Alitalia, che dovrebbe concludersi con la vendita dell'intera quota posseduta.

Tavola 9.2

Partecipazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze al 31 dicembre 2006

SOCIETÀ	Settore di appartenenza	Quota % residua del Ministero dell'Economia e delle finanze
Alitalia spa	Trasporti aerei	49,9
ANAS spa	Attività di supporto e ausiliarie dei trasporti	100,0
Arcus spa	Attività ricreative, culturali e sportive	100,0
Cassa depositi e prestiti spa	Intermediazione monetaria e finanziaria	70,0
Cinecittà Holding spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
CONI servizi spa	Attività ricreative, culturali e sportive	100,0
Consap spa	Assicurazioni e fondi pensione	100,0
Consip spa	Informatica e attività connesse	100,0
ENAV spa	Attività di supporto e ausiliarie dei trasporti	100,0
Enel spa	Energia	21,1
ENI spa	Energia	20,3
EUR spa	Attività immobiliari	90,0
Ferrovie dello Stato spa	Trasporti terrestri	100,0
Finmeccanica spa	Difesa e aerospazio	33,8
Fintecna spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
GSE spa	Energia	100,0
Istituto poligrafico e zecca dello Stato spa	Stampa e editoria	100,0
Italia lavoro spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
Poste Italiane spa	Servizi postali	65,0
RAI Radiotelevisione italiana spa	Televisivo multimediale	99,6
SACE spa	Assicurazioni e fondi pensione	100,0
SEAT spa	Stampa e editoria	0,1
Sicot srl	Altre attività professionali e imprenditoriali	100,0
Società per lo sviluppo del mercato dei fondi pensioni spa	Altre attività professionali e imprenditoriali	61,8
Sogesid spa	Raccolta, depurazione e distribuzione d'acqua	100,0
Sogin spa	Energia	100,0
Sviluppo Italia spa	Intermediazione monetaria e finanziaria	100,0
Telecom Italia media spa	Televisivo multimediale	0,1

Fonti: Ministero dell'Economia e delle finanze e Cerved.

Sono state effettuate alcune alienazioni di immobili e cespiti da parte del gruppo Fintecna (ex gruppo IRI), controllato dal Ministero dell'Economia e delle finanze. Il volume complessivo delle cessioni realizzate da Fintecna spa dal 1° gennaio al 31 dicembre del 2006 risulta di 416,5 milioni, ripartiti tra i flussi dovuti direttamente a Fintecna spa, pari a 296,5 milioni e le operazioni realizzate dalle holding settoriali (cosiddette privatizzazioni di secondo livello) per 120 milioni. Queste sono da ricondurre essenzialmente al processo di ridimensionamento del perimetro societario del gruppo, dovuto alla progressiva focalizzazione sul core business da parte delle aziende partecipate.

Le operazioni di cessione realizzate nel periodo considerato portano il complesso delle dismissioni concluse dal gruppo IRI-Fintecna a partire dal luglio del 1992 a complessivi 57.431,7 milioni; tale importo include anche l'effetto finanziario, pari a 12.835,5 milioni, connesso al trasferimento alle controparti acquirenti di debiti finanziari netti delle aziende cedute.

Il funzionamento della giustizia civile

Nel corso del 2006 importanti interventi hanno interessato la giustizia civile. È entrata in vigore la cosiddetta mini riforma del Codice di procedura civile (legge 14 maggio 2005, n. 80) che, con l'obiettivo di ridurre i tempi dei procedimenti, ha previsto, tra l'altro, misure di semplificazione del processo ordinario di cognizione. Con il decreto legislativo 2 febbraio 2006, n. 40, si è intervenuti sul giudizio in Corte di Cassazione. Numerosi decreti legislativi hanno dato parziale attuazione alla legge 25 luglio 2005, n. 150, di riforma dell'ordinamento giudiziario; si attende l'emanazione della relativa disciplina secondaria. Le innovazioni da ultimo introdotte si inseriscono nel più ampio processo di riforma volto a migliorare l'efficienza della giustizia civile in corso dai primi anni novanta. In questo periodo le regole di rito sono state più volte modificate: l'iter processuale è stato snellito e concentrato in poche udienze; sono stati introdotti riti speciali; a eccezione del nuovo rito societario, sono stati ampliati i poteri del giudice nel governo del processo.

Attraverso una revisione della geografia giudiziaria è stata aumentata la dimensione media degli uffici con l'obiettivo di favorire una maggiore flessibilità e specializzazione delle risorse addette. Il numero dei giudici è stato incrementato: in modo diretto, attraverso il potenziamento della magistratura onoraria; in modo indiretto, con l'istituzione del giudice unico di tribunale, organo tendenzialmente monocratico.

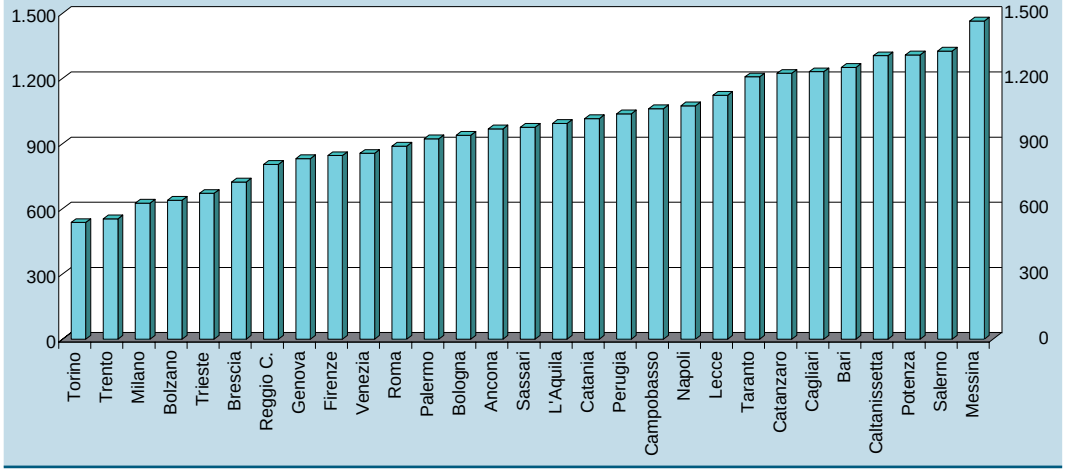
Le informazioni statistiche disponibili non consentono valutazioni puntuali degli effetti ottenuti (in particolare non si dispone di informazioni relative alla effettiva durata dei procedimenti civili), ma nel complesso continuano a fornire un quadro negativo del funzionamento della giustizia civile. I tempi stimati per la definizione dei procedimenti rimangono lunghi. Emergono indicazioni di una non elevata qualità delle sentenze.

Nel 2005 il tempo medio stimato sulla base dei dati del Ministero della Giustizia per la conclusione di un procedimento di cognizione ordinaria di primo grado in Tribunale è pari a 918 giorni. Ulteriori 1.185 giorni sono necessari in media per la conclusione del relativo giudizio di appello. L'analisi della durata sulla base dei dati statistici disponibili presenta notevoli difficoltà, soprattutto per quanto riguarda i confronti temporali. La misura della durata effettiva è disponibile solo fino al 2001 per le cause di cognizione ordinaria. In sostituzione di tale misura l'Istat impiega un indicatore che, sotto alcune condizioni, approssima il periodo di tempo in cui una causa permane nel sistema. La formula utilizzata, quando il flusso delle cause avviate supera quello delle cause concluse, tende tuttavia a sottostimare la durata dei processi, con indicazioni fuorvianti qualora si impieghi l'indicatore per valutare l'evoluzione nel tempo. Ad esempio, la riduzione della durata che si registra dal 2000 è attribuibile prevalentemente a questa distorsione della misura.

La valutazione della qualità delle sentenze risulta complessa, data la difficoltà di elaborare indicatori oggettivi. Sotto alcune condizioni, il tasso di impugnazione delle sentenze e il tasso di accoglimento delle impugnazioni possono fornire indicazioni in proposito. Le evidenze disponibili per l'Italia indicano valori elevati di entrambi gli indicatori. Nel 2005 poco meno del 24 per cento delle sentenze di primo grado emesse dal Tribunale è stato oggetto di appello; dei giudizi di appello conclusi con una sentenza di merito, nel 2001 (ultimo dato disponibile) quasi la metà ha riformato la sentenza di primo grado. Sotto il profilo sia della celerità sia della qualità delle decisioni emergono significative differenze a livello territoriale. Nel 2005, il tempo stimato di definizione di un procedimento di cognizione ordinaria in primo grado varia da un minimo di 537 giorni nei tribunali del distretto di Torino a un massimo di 1.465 giorni nel distretto di Messina (fig. 9.5); i relativi tassi di appello variano da un minimo del 16,8 per cento nel distretto di Sassari a un massimo del 28,5 per cento nel distretto di Messina.

Figura 9.5

Durata stimata in giorni dei procedimenti di cognizione ordinaria presso i tribunali per distretto di corte d'appello nel 2005



Fonte: elaborazioni su dati del Ministero della Giustizia.

Pur con i limiti connessi alla non perfetta confrontabilità dei sistemi, le carenze della giustizia civile italiana appaiono rilevanti nel confronto internazionale e non sembrano spiegabili con l'ammontare delle risorse impiegate, superiori alla media dei principali paesi europei. La litigiosità risulta comunque elevata nel confronto internazionale.

Secondo uno studio condotto dalla Commissione europea per l'efficienza della giustizia del Consiglio d'Europa, nel 2004 la durata dei procedimenti civili in Italia era superiore a quella degli altri paesi europei per i quali è possibile il confronto. Il tempo necessario per concludere una causa di licenziamento in primo grado in Italia era di 696 giorni, più del doppio che in Francia, quasi nove volte il tempo necessario in Spagna. I tassi di appello nel 2004 erano in Italia inferiori solo a quelli della Germania, della Finlandia e dell'Austria. Per quanto concerne le risorse impiegate, il medesimo studio indica che l'Italia è tra i paesi con il più elevato livello di spesa pubblica per abitante nel settore della giustizia. Il numero dei magistrati in rapporto alla popolazione in Italia (pari a 10,4 per 100 mila abitanti) è di poco inferiore al valore medio dei principali paesi della UE (pari a 11,5 per 100 mila abitanti) e simile a quello di Francia e Spagna.

Il confronto internazionale e quello interno al Paese suggeriscono l'esistenza di un problema di produttività degli uffici giudiziari. La comparazione dei sistemi giudiziari e l'analisi economica indicano che l'organizzazione degli uffici giudiziari e il sistema di incentivi dei giudici incidono in misura rilevante sui risultati. La scarsa diffusione delle tecnologie informatiche, il carente coordinamento tra personale amministrativo e giu-

dicante, l'assenza di professionalità intermedie che assistano il giudice nella definizione dei provvedimenti incidono negativamente sull'efficienza dei tribunali. Cruciale appare una revisione delle modalità di avanzamento dei magistrati che valorizzi, nel rispetto dell'autonomia e dell'indipendenza garantite dalla Costituzione, il merito di ciascuno.

Con riferimento all'utilizzo delle tecnologie informatiche, la realizzazione del progetto di Processo civile telematico (PCT) potrebbe utilmente contribuire a migliorare il funzionamento del sistema giudiziario. Con il PCT la documentazione e le comunicazioni relative a ciascun procedimento sarebbero prodotte, conservate e scambiate in formato elettronico. Ne potrebbero conseguire rilevanti benefici sull'efficienza degli uffici giudiziari sia direttamente, attraverso la riduzione dei costi e dei tempi di gestione della documentazione, sia indirettamente in quanto l'informatizzazione dei procedimenti renderebbe maggiormente trasparente l'operato dei singoli uffici con effetti di disciplina sul comportamento dei soggetti coinvolti. Dal dicembre del 2006 il PCT è applicato in via sperimentale, con piena efficacia legale, presso il Tribunale di Milano con riferimento ai decreti ingiuntivi.

Le politiche economiche regionali

Secondo stime della Svimez, nel 2006 il PIL delle regioni del Centro Nord, stazionario nel corso dell'anno precedente, è cresciuto del 2 per cento; la crescita del prodotto nel Mezzogiorno, lievemente negativa nel 2005, ha raggiunto l'1,5 per cento. La differenza è spiegata dal minor aumento dei consumi totali nelle regioni meridionali (0,6 contro 1,4 per cento), dovuto alla più debole dinamica della spesa delle famiglie e alla variazione negativa di quella delle amministrazioni pubbliche. La crescita degli investimenti fissi lordi nel Mezzogiorno, in calo nel 2005, è invece risultata lievemente superiore a quella del Centro Nord (rispettivamente 2,5 e 2,2 per cento).

Anche nel 2006 le esportazioni di beni sono aumentate in valore in tutte le ripartizioni rispetto all'anno precedente (tav. 9.3). La crescita è stata particolarmente accentuata nelle regioni del Centro e nel Nord Est, più contenuta nel Mezzogiorno.

Tavola 9.3

Esportazioni per ripartizione geografica a valori correnti

AREE GEOGRAFICHE	Quote percentuali 2006 (1)	Variazioni percentuali sull'anno precedente			
		2003	2004	2005	2006
Nord Ovest	40,5	0,6	4,0	6,6	8,5
Nord Est	31,1	-2,6	7,8	3,7	9,6
Centro	15,7	-4,7	5,0	1,5	13,4
Mezzogiorno	11,0	-2,6	7,8	11,6	6,8
Italia	**100,0**	**-1,6**	**7,5**	**5,5**	**9,0**

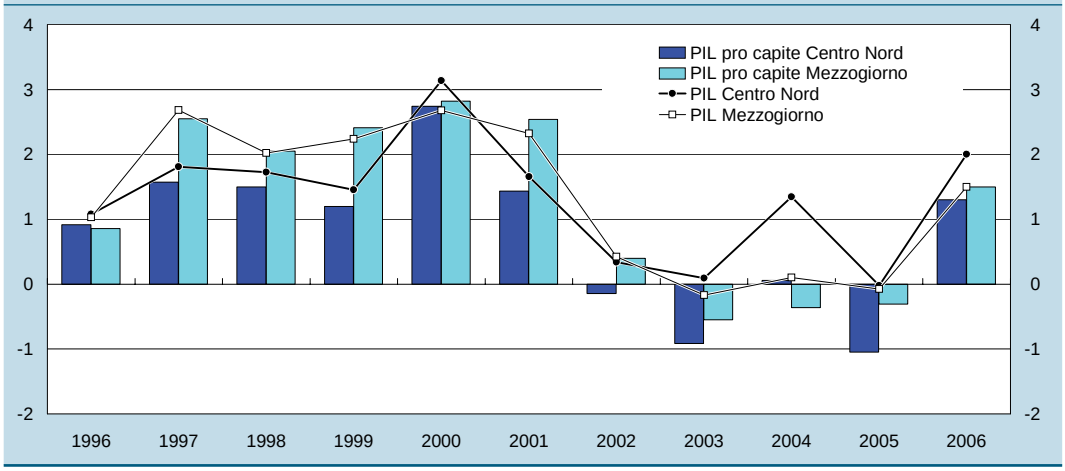
Fonte: Istat, *Le esportazioni delle regioni italiane*.
(1) Il totale Italia include la quota delle esportazioni (1,7 per cento) non attribuibile geograficamente.

Nel Nord Est, area che pesa quasi un terzo del totale, le esportazioni sono state sostenute dalle vendite del settore metalmeccanico del Veneto e dell'Emilia Romagna. La crescita al Centro è stata favorita dalla sostenuta dinamica delle vendite di mezzi di trasporto e macchine della Toscana e di prodotti chimici e fibre artificiali provenienti dalle Marche. Nelle regioni meridionali hanno pesato il rallentamento delle vendite di mobili e prodotti in legno della Puglia e la scarsa dinamica di quelle di combustibili raffinati in Sicilia. La crescita aggregata è stata favorita invece dal buon andamento delle vendite di autoveicoli prodotti in Basilicata e in Campania.

Tra il 1996 e il 2006 la crescita media del PIL in termini reali del Mezzogiorno è risultata allineata a quella del Centro Nord (fig. 9.6). Il modesto differenziale favorevole alle regioni meridionali nella variazione del prodotto per abitante (quasi 0,5 punti percentuali annui) risente dell'incremento della popolazione nelle aree centro-settentrionali, dovuto ai flussi migratori in ingresso provenienti sia dalle regioni meridionali sia dall'estero. Il differenziale nel livello di prodotto per abitante rimane molto elevato: in rapporto alla media del Centro Nord, nel 2006 il prodotto pro capite del Mezzogiorno era pari al 58 per cento, una differenza spiegata per due terzi dai differenziali di occupazione e per un terzo da quelli di produttività.

Figura 9.6

Tassi di crescita del PIL



Fonti: Istat, *Conti economici territoriali*, per gli anni dal 1996 al 2005; stime Svimez per il 2006.

I recenti miglioramenti nella crescita dell'occupazione hanno interessato prevalentemente le regioni centro-settentrionali. Tra il 1996 e il 2006 il tasso medio annuo di crescita dell'occupazione nel Mezzogiorno è stato dello 0,8 per cento, meno della metà di quello delle regioni centrali e due terzi circa di quello delle aree settentrionali. Nel 2006 il tasso di occupazione nel Mezzogiorno era pari al 46,6 per cento (contro il 62 per cento al Centro e il 66,2 nel Nord); quello femminile era pari al 31,1 per cento (contro il 51,3 al Centro e il 56,4 al Nord). Le differenze nella produttività del lavoro sono pronunciate. In base alla Contabilità regionale*, nel 2005 per l'industria in senso stretto la produttività del Mezzogiorno era pari all'81 per cento di quella del Centro Nord (80 per cento nei servizi privati non finanziari). Negli ultimi anni il divario si è accentuato: nel 2000 i due rapporti erano pari all'84 per cento.*

La politica regionale in Italia è alimentata da due fonti di finanziamento, i Fondi strutturali europei aumentati del necessario cofinanziamento nazionale e il Fondo per le aree sottoutilizzate (FAS), che si aggiungono alle fonti ordinarie. Secondo il *Rapporto annuale 2006* del Dipartimento per le politiche di sviluppo e di coesione (DPS) del Ministero dello Sviluppo economico, la spesa in conto capitale a valere sui due fondi ha superato nel 2006 i 14 miliardi, pari al 24 per cento del totale, con una forte crescita rispetto all'anno precedente (12,5 miliardi) spiegata dall'aumento delle erogazioni a favore del Mezzogiorno, salite da 9,6 a 11,5 miliardi.

La spesa per la politica regionale si divide prevalentemente tra investimenti infrastrutturali e trasferimenti a imprese o a persone. Nonostante il processo di riequilibrio delle erogazioni a favore dei primi avviato alla fine degli anni novanta, i trasferimenti di capitale rappresentano ancora quasi il 45 per cento della spesa in conto capitale della pubblica Amministrazione nel Mezzogiorno, dal 53 per cento nel 1999.

Le riforme dei principali strumenti di incentivazione dell'investimento (il credito d'imposta per gli investimenti e la legge 19 dicembre 1992, n. 488), avviate nel 2003 al fine di ridurre l'impatto delle agevolazioni sul bilancio dello Stato, hanno portato ad un progressivo calo delle risorse erogate e al mutamento nella tipologia delle imprese beneficiarie.

La riforma del credito d'imposta per gli investimenti promossa dalla legge 27 dicembre 2002, n. 289 (legge finanziaria per il 2003), ha disposto l'obbligo di prenotazione del credito, prima automatico, da parte del beneficiario che deve indicare un piano di realizzazione triennale degli investimenti soggetto a verifica da parte dell'Agenzia delle entrate. La nuova normativa riguardante le agevolazioni previste dalla legge n. 488 del 1992 condiziona l'accesso al finanziamento agevolato alla concorrenza di un finanziamento ordinario da parte di un istituto bancario di pari entità e comunque non inferiore al 15 per cento dell'investimento totale. Prevede inoltre un limite minimo dell'investimento di un milione di euro.

Nel settembre del 2006 si è chiuso il 31° bando della legge 488 del 1992. Secondo le prime analisi del Ministero dello Sviluppo economico, i nuovi meccanismi di selezione hanno indotto una riduzione delle domande, un aumento della partecipazione delle grandi e medie imprese rispetto alle piccole e una forte contrazione del contributo medio per unità d'investimento agevolato. Le risorse utilizzate per il credito d'imposta per gli investimenti, pari a oltre 5 miliardi dalla sua istituzione nel 2002, sono scese nel 2006 da 1.003 a 850 milioni. Le compensazioni per il credito di imposta per l'occupazione (cosiddetto bonus occupazione) sono ai livelli dell'anno precedente (260 milioni contro 261) e si mantengono al 60 per cento delle risorse prenotate.

Alla fine del 2006, a dieci anni dalla loro istituzione, tutti i 220 patti territoriali siglati sull'intero territorio nazionale risultavano attivi. Le risorse complessivamente erogate ammontavano a 2.806 milioni, corrispondenti a poco più del 50 per cento di quelle assegnate allo strumento. Lo scorso anno si è manifestato un notevole calo della spesa (da 414 a 253 milioni) e delle erogazioni per contratti di programma (da 83 a 39 milioni).

Secondo una nota della segreteria del CIPE, ai 112 contratti di programma approvati tra il 1996 e il 2006 sono stati erogati 1.512 milioni, per un rapporto tra contributi e occupazione pari a 145 mila euro. Solo sette sono stati dichiarati conclusi. Il documento ha riscontrato variazioni in itinere delle previsioni di occupazione e investimento nel 40 per cento dei casi, e un rapporto medio tra ammontare erogato e concesso di poco più del 30 per cento.

L'ammontare delle risorse previste dal Quadro comunitario di sostegno 2000-06 per le spese connesse ai programmi dei fondi strutturali è, al netto dei contributi privati, di poco superiore ai 64 miliardi, oltre 45 dei quali destinati alle regioni dell'Obiettivo 1. Le risorse devono essere impiegate entro la fine del 2008, pena il disimpegno automatico. Secondo i dati del Ministero dello Sviluppo economico, al 31 dicembre del 2006 erano stati effettuati pagamenti per poco meno di 41 miliardi, pari al 66 per cento del totale previsto. La spesa per interventi nelle aree Obiettivo 1 era inferiore a 30 miliardi (il 63 per cento del totale disponibile), con percentuali di realizzazione poco superiori al 50 per cento in Sicilia, Campania e Puglia, le tre principali regioni meridionali.

Nel dicembre del 2006 con l'approvazione da parte del CIPE del Quadro strategico nazionale 2007-2013 è stato definito il nuovo ciclo di programmazione della politica di sviluppo regionale. Esso prevede interventi per quasi 123 miliardi, oltre 100

dei quali destinati alle regioni del Mezzogiorno. All'ammontare totale, in linea con quello del ciclo precedente (124,5 miliardi), contribuiscono 28,8 miliardi di risorse comunitarie, cofinanziate per un importo equivalente (29,5) con risorse nazionali, e 64,4 miliardi di risorse assegnate al FAS.

Nella suddivisione delle risorse è stata prevista una riduzione di oltre un terzo del contributo agli strumenti di incentivazione, a favore delle determinanti della crescita di lungo periodo, dell'ambiente e della sicurezza. Le risorse a sostegno della formazione e del capitale umano aumenterebbero dal 4,8 al 9 per cento, quelle per la ricerca e l'innovazione dal 9 al 14 per cento, quelle per l'uso sostenibile delle risorse ambientali (ad es. lo sviluppo delle fonti rinnovabili di energia e la captazione e la distribuzione delle risorse idriche) dal 10 al 16 per cento.

La legge finanziaria per il 2007 ha introdotto ulteriori misure di sostegno alla politica regionale, finanziate con risorse ordinarie.

Tra queste la cosiddetta riduzione ulteriore del cuneo fiscale che consente alle imprese del Mezzogiorno di raddoppiare a 10.000 euro annui la deduzione sulla base imponibile dell'IRAP per ogni neo assunto a tempo indeterminato; lo stanziamento di 1,3 miliardi per credito d'imposta agli investimenti (cosiddetto Visco Sud), ricondotto al ruolo di incentivo automatico ma limitato nell'utilizzo a investimenti in macchinari, software e brevetti effettuati da imprese del Mezzogiorno; la riconversione delle risorse destinate al ponte sullo Stretto di Messina (1,4 miliardi) per la realizzazione di opere infrastrutturali e di tutela ambientale in Sicilia e in Calabria.

10. LA BILANCIA DEI PAGAMENTI E LA POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO

Nel 2006 il disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti dell'Italia è nettamente aumentato. Come già nel 2005 ciò è stato in larga misura determinato dalla crescita dei prezzi dei prodotti energetici; d'altra parte, favorite dal buon andamento della domanda mondiale e in particolare di quella sui principali mercati di sbocco dell'Italia, le esportazioni di beni sono cresciute a ritmi elevati. Il disavanzo è salito a 37,9 miliardi, da 23,4 nel 2005 (dall'1,6 al 2,6 per cento del PIL; tav. 10.1).

Hanno contribuito all'aumento del deficit del conto corrente il passaggio in disavanzo del saldo merci (9,5 miliardi, dal pareggio del 2005) e l'aumento del disavanzo nelle voci dei trasferimenti unilaterali (da 9,8 a 13,3 miliardi) e dei servizi (da 0,5 a 1,5 miliardi). Il deficit nei redditi è rimasto invariato.

Al disavanzo complessivo del conto corrente e del conto capitale, pari a 36 miliardi, hanno corrisposto afflussi netti nel conto finanziario per 35,5. Come nel 2005, l'avanzo per investimenti di portafoglio (54,8 miliardi) è stato la principale fonte di finanziamento del deficit corrente. Gli investimenti diretti e i derivati hanno registrato complessivamente un disavanzo di 2,7 miliardi (15,2 nel 2005); negli "altri investimenti" il deficit è stato pari a 17,0 miliardi, in sensibile aumento rispetto agli 8,2 del 2005. Le riserve ufficiali sono diminuite di 0,4 miliardi.

La posizione debitoria netta sull'estero è salita a 72,5 miliardi (4,9 per cento del PIL), da 52,1 nel 2005 (3,7 per cento del PIL), a causa degli afflussi netti di capitale registrati nel conto finanziario. Gli aggiustamenti di cambio e valutazione (15,2 miliardi) hanno contrastato la crescita dell'indebitamento netto sull'estero.

Il conto corrente e il conto capitale

Gli scambi di merci. – Per la prima volta dal 1992, il saldo merci nella valutazione fob-fob ha registrato nel 2006 un disavanzo, pari a 9,5 miliardi (0,6 per cento del PIL), risultato di una crescita delle importazioni in valore superiore a quella delle esportazioni (rispettivamente 14,3 e 10,9 per cento).

Secondo le informazioni relative al commercio cif-fob, le esportazioni sono cresciute in quantità del 3,6 per cento (-0,9 nel 2005), a fronte di un peggioramento, nella media dell'anno, dell'1,2 per cento dell'indicatore di competitività basato sui prezzi alla produzione dei manufatti (quasi interamente dovuto all'aumento dei prezzi relativi, a fronte di un apprezzamento del cambio nominale effettivo dello 0,1 per cento). La crescita dei valori medi unitari delle esportazioni, inoltre, è risultata ancora più elevata che nei principali partner commerciali.

Tavola 10.1

Bilancia dei pagamenti (1)
(miliardi di euro)

VOCI	2002	2003	2004	2005	2006
Conto corrente	**-10,0**	**-17,4**	**-13,1**	**-23,4**	**-37,9**
Merci	14,0	9,9	8,9	0,5	-9,5
esportazioni	*267,6*	*263,6*	*283,3*	*299,4*	*331,9*
importazioni	*253,5*	*253,7*	*274,5*	*298,9*	*341,5*
Servizi	-3,0	-2,4	1,2	-0,5	-1,5
esportazioni	*63,8*	*63,4*	*68,2*	*71,9*	*78,4*
importazioni	*66,8*	*65,8*	*67,0*	*72,4*	*79,9*
Redditi	-15,4	-17,8	-14,8	-13,6	-13,6
Trasferimenti unilaterali	-5,6	-7,1	-8,3	-9,8	-13,3
di cui: *istituzioni della UE*	*-5,7*	*-6,3*	*-6,5*	*-8,1*	*-8,3*
Conto capitale	**-0,1**	**2,3**	**1,7**	**1,0**	**1,9**
Attività intangibili	-0,2	-0,1	..	0,1	-0,1
Trasferimenti unilaterali	0,1	2,3	1,7	0,9	2,0
di cui: *istituzioni della UE*	*1,6*	*3,6*	*2,8*	*3,4*	*3,8*
Conto finanziario	**8,5**	**17,3**	**9,0**	**20,8**	**35,5**
Investimenti diretti	-2,7	6,5	-2,0	-17,6	-2,3
all'estero	*-18,2*	*-8,0*	*-15,5*	*-33,6*	*-33,5*
in Italia	*15,5*	*14,5*	*13,5*	*16,0*	*31,2*
Investimenti di portafoglio	16,1	3,4	26,4	43,4	54,8
azioni	-13,2	-16,0	0,5	-16,0	-8,8
attività	*-6,0*	*-13,8*	*-12,9*	*-20,0*	*-19,3*
passività	*-7,2*	*-2,2*	*13,4*	*4,1*	*10,5*
titoli di debito	29,3	19,4	25,9	59,3	63,6
attività	*-10,9*	*-37,3*	*-8,2*	*-67,0*	*-20,3*
passività	*40,2*	*56,6*	*34,1*	*126,4*	*84,0*
Derivati	-2,7	-4,8	1,8	2,3	-0,4
Altri investimenti	1,0	13,7	-19,6	-8,2	-17,0
di cui: *banche* (2)	*-41,7*	*40,6*	*-10,0*	*27,0*	*44,0*
Variazione delle riserve ufficiali	-3,1	-1,4	2,3	0,8	0,4
Errori e omissioni	**1,5**	**-2,2**	**2,3**	**1,6**	**0,5**

(1) Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (2) IFM; esclusa la Banca d'Italia.

Nello scorso decennio i prezzi all'export dei manufatti italiani, approssimati dai valori medi unitari delle esportazioni, sono cresciuti molto più velocemente di quelli alla produzione dei beni venduti sul mercato interno. Anche correggendo la serie per tenere conto della probabile distorsione dei valori medi unitari (cfr. il capitolo 7: La domanda, l'offerta e i prezzi*), la dinamica dei prezzi praticati sui mercati esteri resterebbe superiore a quella dei prezzi praticati sull'interno. Il divario potrebbe discendere dal differenziale negativo di crescita della produttività registrato dall'Italia rispetto ai principali partners esteri (cfr. anche il capitolo 9:* La struttura produttiva e le politiche strutturali e territoriali*). Recenti modelli di commercio internazionale a due paesi, calibrati per riflettere quest'ultima evidenza empirica, predicono un aumento dei prezzi all'export superiore a quello dei prezzi alla produzione per il mercato interno. L'incremento di produzione nel paese estero, conseguente a quello della produttività, è in parte importato dal paese* home*, che riceve più beni in cambio di un minore aumento di beni espor-*

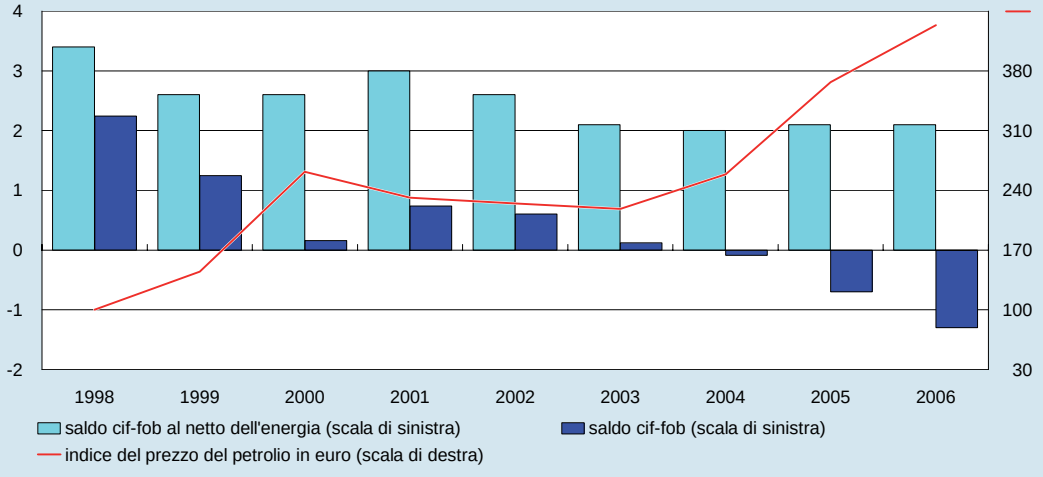
tati: le sue ragioni di scambio migliorano, dato che si verifica una crescita del prezzo medio dei beni esportati. A sua volta, quest'ultimo fenomeno è causato dall'entrata, nel gruppo delle imprese esportatrici, di alcune imprese meno efficienti (con imperfetta mobilità internazionale del lavoro i salari interni crescono meno di quelli esteri). Sul mercato interno i prezzi dei beni aumentano, ma in misura minore di quelli esportati: diventa così vantaggioso domandare più beni esteri.

Il forte aumento in valore delle importazioni è in larga misura dovuto alla crescita dei prezzi dei prodotti energetici: in quantità esse sono salite meno delle esportazioni (2,7 per cento), ma più della domanda interna.

Secondo le informazioni relative al commercio cif-fob, il disavanzo energetico è aumentato di 11,5 miliardi (da 38,6 a 50,1 miliardi). Il surplus commerciale al netto dell'energia è passato da 29,2 a 30,3 miliardi, rimanendo invariato in rapporto al PIL al 2,1 per cento (fig. 10.1); quello generato dal solo commercio dei prodotti manufatti (al netto dei prodotti petroliferi raffinati) è salito di circa 2 miliardi (da 36,8 a 38,9 miliardi), mantenendosi anch'esso, in percentuale del PIL, sul livello del 2005 (2,6 per cento). Il contributo principale alla crescita dell'avanzo nei manufatti (al netto dei prodotti petroliferi raffinati) è derivato dall'aumento di 5,3 miliardi di quello nelle macchine e negli apparecchi meccanici, risultato di un'espansione sia delle vendite (12,1 per cento), sia degli acquisti (9,0). Il secondo contributo positivo di maggiore entità è venuto dalla riduzione di 0,7 miliardi del disavanzo nei mezzi di trasporto. Seguono la diminuzione del deficit negli apparecchi elettrici e di precisione e la crescita degli avanzi nei settori della lavorazione dei minerali non metalliferi, della gomma e materie plastiche e degli altri prodotti delle industrie manifatturiere (tra cui i mobili). Nonostante la forte crescita delle importazioni rispetto a un più moderato aumento delle esportazioni, l'avanzo nel "cuoio e prodotti in cuoio" è rimasto sostanzialmente invariato; nel caso del tessile e abbigliamento, invece, un andamento degli acquisti e delle vendite analogo a quello del primo settore ha comportato una riduzione dell'attivo per il quinto anno consecutivo. I settori dei metalli e prodotti in metallo e dei prodotti chimici hanno registrato un aumento del disavanzo rispettivamente di 3,7 e 1,1 miliardi.

Figura 10.1

Saldi di commercio con l'estero e indice del prezzo in euro del petrolio (1)
(saldi in percentuale del PIL, indice 1998=100)



Fonte: elaborazioni su dati Istat e Banca d'Italia.
(1) Il saldo dei prodotti energetici comprende le categorie Ateco: minerali energetici, prodotti petroliferi raffinati, energia elettrica e gas; l'indice del prezzo del petrolio è basato sul prezzo medio in dollari delle tre principali qualità di petrolio convertito in euro.

L'andamento dell'interscambio settoriale nel 2006 conferma la tendenza, in atto dalla metà degli anni novanta, a un relativo rafforzamento dei vantaggi comparati italiani nel settore della meccanica e a una loro diminuzione in quelli degli altri prodotti più tradizionali del "made in Italy" (tessile e abbigliamento, cuoio e prodotti in cuoio, prodotti delle altre industrie manifatturiere). Rispetto al 2001, il saldo nelle macchine e apparecchi meccanici in rapporto al PIL è salito dal 2,7 al 2,9 per cento; quello nell'insieme degli altri prodotti più tradizionali del "made in Italy" è sceso dal 2,9 all'1,8. La riduzione più forte si è registrata nel settore del tessile e abbigliamento: dall'1,2 allo 0,7 per cento.

Le informazioni sulla distribuzione geografica del saldo delle merci (tav. 10.2) indicano che nel 2006 il disavanzo si è ampliato soprattutto nei confronti dei paesi esterni alla UE-25, a causa del maggior deficit nei confronti dei paesi esportatori di petrolio, quali i paesi dell'OPEC e la Russia (rispettivamente di 4,5 e 0,4 miliardi), nonostante una forte crescita delle loro importazioni dall'Italia (soprattutto di macchine, prodotti in metallo e, in Russia in particolare, di beni di consumo tradizionali). È ulteriormente aumentato il disavanzo nei confronti della Cina (da 8,7 a 11,1 miliardi), come risultato di un interscambio assai dinamico (+24,4 per cento le esportazioni, +26,5 le importazioni); il deterioramento si è concentrato nei settori del tessile e abbigliamento, dei metalli e prodotti in metallo e delle macchine elettriche.

Tavola 10.2

Interscambio commerciale fob-fob per paese o area
(miliardi di euro, variazioni percentuali sul 2005 e composizione percentuale)

PAESI	Esportazioni			Importazioni			Saldo	
	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	Variazioni	Composizione	Valori	
	2006			2006			2005	2006
Paesi della UE-25	**194,9**	**9,4**	**58,7**	**193,6**	**9,5**	**56,7**	**1,4**	**1,3**
Area dell'euro	147,5	9,4	44,4	158,4	8,9	46,4	-10,7	-10,9
di cui: *Francia*	*39,2*	*6,2*	*11,8*	*32,2*	*5,0*	*9,4*	*6,2*	*6,9*
Germania	*44,0*	*11,1*	*13,2*	*58,5*	*10,0*	*17,1*	*-13,6*	*-14,5*
Spagna	*24,2*	*7,5*	*7,3*	*14,4*	*10,8*	*4,2*	*9,5*	*9,8*
Altri paesi della UE-25	47,4	9,3	14,3	35,1	12,3	10,3	12,1	12,2
Danimarca	2,6	0,1	0,8	2,3	5,2	0,7	0,5	0,3
Regno Unito	20,3	2,4	6,1	12,5	0,4	3,7	7,3	7,7
Svezia	3,6	15,8	1,1	3,9	9,2	1,1	-0,5	-0,3
Altri	20,9	17,1	6,3	16,4	25,7	4,8	4,8	4,5
Resto del mondo	**137,1**	**13,0**	**41,3**	**147,9**	**21,1**	**43,3**	**-0,8**	**-10,8**
Canada	2,7	12,2	0,8	1,3	2,6	0,4	1,1	1,4
Giappone	4,5	-1,0	1,4	5,3	10,1	1,5	-0,3	-0,8
Stati Uniti	24,7	5,3	7,5	10,4	9,7	3,1	14,0	14,3
Svizzera	12,8	12,2	3,9	10,5	14,4	3,1	2,2	2,3
Cina	5,7	24,4	1,7	16,8	26,5	4,9	-8,7	-11,1
Mercosur (1)	3,2	13,5	1,0	4,0	20,0	1,2	-0,5	-0,8
OPEC	14,4	17,7	4,3	32,7	25,2	9,6	-13,9	-18,4
Paesi NIE (2)	8,3	9,9	2,5	6,2	0,3	1,8	1,4	2,1
Russia	7,6	26,4	2,3	12,6	18,0	3,7	-4,6	-5,0
Altri paesi	53,2	14,9	16,0	48,0	27,2	14,1	8,5	5,1
Totale	**331,9**	**10,9**	**100,0**	**341,5**	**14,3**	**100,0**	**0,5**	**-9,5**

(1) Argentina, Brasile, Paraguay, Uruguay. – (2) Paesi di recente industrializzazione dell'Asia (Corea del Sud, Hong Kong, Singapore, Taiwan).

Il modesto attivo nei confronti dell'insieme dei paesi della UE-25 (1,3 miliardi) e il disavanzo rispetto ai paesi dell'area dell'euro (10,9 miliardi) sono rimasti sostanzialmente invariati sui livelli del 2005. Il lieve ampliamento del disavanzo nei confronti della Germania è il risultato di una forte crescita sia delle esportazioni, sia delle importazioni (rispettivamente dell'11,1 e del 10,0 per cento). Nelle esportazioni gli incrementi maggiori hanno riguardato i settori dei macchinari, dei prodotti in metallo e dei mezzi di trasporto (cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*); queste stesse voci, con la chimica, sono state anche tra le più dinamiche dal lato delle importazioni, riflettendo la natura intraindustriale del commercio tra l'Italia e la Germania. L'ampliamento del disavanzo è derivato soprattutto dall'interscambio nei settori dei minerali energetici, della chimica e dei mezzi di trasporto; è peggiorato anche l'avanzo nei settori più tradizionali del "made in Italy".

Gli scambi di servizi. – Il disavanzo nei servizi si è leggermente ampliato, salendo a 1,5 miliardi (0,1 per cento del PIL), da un sostanziale pareggio nel 2005 (0,5 miliardi; tav. 10.3). I "viaggi" hanno fornito il contributo positivo più rilevante, con una crescita di 1,5 miliardi del surplus (da 10,5 a 12,0 miliardi). Gli "altri servizi per le imprese" (servizi tecnici e professionali, arbitraggi su merci e altri servizi legati al commercio, leasing operativo) sono stati la principale causa del deterioramento, con un aumento del disavanzo di 1,9 miliardi (da 2,1 a 4,0 miliardi).

Tavola 10.3

Interscambio di servizi
(milioni di euro)

VOCI	Crediti		Debiti		Saldi	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Totale servizi	**71.887**	**78.420**	**72.410**	**79.894**	**-523**	**-1.474**
di cui: *viaggi*	28.453	30.367	18.000	18.399	10.452	11.968
di cui: *vacanze*	16.886	17.794	7.853	8.063	9.033	9.731
motivi di lavoro	5.751	6.529	6.328	6.489	-577	40
trasporti	11.886	12.529	17.133	18.006	-5.247	-5.477
altri servizi per le imprese	22.749	24.524	24.872	28.570	-2.123	-4.046
di cui: *tecnici e professionali*	15.545	15.681	14.043	15.419	1.502	262
costruzioni	1.784	1.930	1.756	2.043	28	-112
finanziari e assicurativi	2.298	3.007	2.666	3.115	-369	-108
royalties e licenze	920	891	1.555	1.471	-635	-579
informatici e di informazione	511	738	1.229	1.374	-717	-637

Il miglioramento dell'avanzo nella voce "viaggi", che registra gli introiti e le uscite legate ai viaggi internazionali per motivi sia di lavoro, sia personali, è risultato da un aumento del 6,7 per cento dei crediti e da una minore espansione dei debiti (2,2 per cento). Tanto i viaggi per vacanze (la componente più rilevante dei viaggi per motivi personali), quanto quelli per motivi di lavoro hanno contribuito, ciascuno, a poco meno della metà dell'incremento dell'avanzo totale. Particolarmente elevata è stata la crescita delle spese in Italia da parte di cittadini stranieri per viaggi per motivi di lavoro (13,5 per cento).

Sulla base della provenienza geografica dei viaggiatori, all'aumento degli introiti totali hanno contribuito sia la spesa dei viaggiatori provenienti dai paesi della UE, sia, in misura leggermente superiore, quella dei viaggiatori extracomunitari. Sono calate per il secondo anno consecutivo sia le spese, sia le presenze dei viaggiatori tedeschi, forse risentendo ancora della stagnazione economica negli anni precedenti. Nonostante l'apprezzamento dell'euro sono aumentate le spese e le presenze dei viaggiatori statunitensi e di quelli provenienti dall'Asia nel suo complesso. Per quanto concerne la destinazione dei viaggi degli italiani, a fronte di una sostanziale stabilità delle spese nei paesi della UE sono moderatamente aumentate quelle negli altri paesi europei e nordafricani limitrofi, negli Stati Uniti e nei paesi asiatici diversi dalla Cina e dal Giappone.

L'aumento del disavanzo negli "altri servizi per le imprese", dovuto a una crescita dei debiti (14,9 per cento) superiore al pur consistente incremento dei crediti (7,8 per cento), deriva principalmente dalla riduzione dell'avanzo nei "servizi tecnici e professionali".

Il disavanzo nei servizi di trasporto è rimasto su livelli vicini a quelli del 2005 (5,5 miliardi, da 5,2 nel 2005), in seguito a un'espansione analoga dei crediti e dei debiti (5,4 e 5,1 per cento rispettivamente). Il peggioramento del deficit nei servizi di trasporto marittimi, causato da un aumento delle spese per il trasporto merci, a sua volta dovuto soprattutto ai corsi petroliferi, è stato quasi interamente compensato da un miglioramento di quello nel trasporto aereo, legato all'aumento delle entrate turistiche.

I redditi. – Il disavanzo nei redditi è rimasto su un livello comparabile a quello del 2005 (13,6 miliardi, 0,9 per cento del PIL). Tra i redditi da capitale vi è stato un calo di 3,5 miliardi del disavanzo nei redditi da investimenti di portafoglio (da 9,1 a 5,6 miliardi) e un miglioramento di 1,4 nel saldo per redditi da investimenti diretti (da un deficit a un avanzo di 0,7 miliardi). Il disavanzo nei redditi per altri investimenti è invece cresciuto di 5,1 miliardi (da 3,3 a 8,4 miliardi), soprattutto a causa del forte aumento dei debiti (35,9 per cento). Il miglioramento nei saldi dei redditi per investimenti diretti e di portafoglio è principalmente dovuto a una crescita dei crediti, rispettivamente del 52,2 e del 17,0 per cento; vi è stato un aumento sia dei proventi azionari, sia, nel caso degli investimenti di portafoglio, di quelli dai titoli di debito, dovuto alla crescita dei tassi di interesse. Risentendo della ripresa economica e della buona redditività delle imprese, anche i debiti per investimenti diretti sono saliti a ritmi sostenuti (15,7 per cento), a fronte di un più moderato aumento di quelli per investimenti di portafoglio (4,9 per cento).

I trasferimenti. – La crescita del disavanzo dei trasferimenti totali, pari a 3,5 miliardi (da 9,8 a 13,3), è derivata dall'aumento del deficit in quelli privati (da 1,5 a 5,3 miliardi). Il disavanzo dei trasferimenti pubblici si è moderatamente ridotto (da 8,3 a 8,0 miliardi), nonostante un lieve ampliamento di quello dei trasferimenti nei confronti della UE (da 8,1 a 8,3 miliardi). Il saldo dei trasferimenti privati è peggiorato in tutte le principali sottovoci. È stato considerevole l'aumento delle somme pagate all'estero per imposte e tasse, sussidi e alimenti e altri trasferimenti; il disavanzo nelle rimesse degli emigrati è salito a 4,1 miliardi da 3,7 nel 2005.

I dati sui debiti relativi al periodo 2004-06 della voce delle rimesse degli emigrati sono stati rivisti in seguito a un cambiamento metodologico di compilazione, che tiene conto delle evidenze emerse da un'indagine effettuata presso le agenzie di money transfer. Dopo una fase sperimentale, iniziata nel 2004, e l'utilizzo già dal 2006 delle informazioni rilevate presso questi operatori per migliorare la distribuzione geografica delle rimesse di fonte bancaria, a partire dal 2007 le informazioni fornite dalle agenzie di money transfer vengono utilizzate anche per integrare i dati sul livello delle rimesse segnalati dalle banche. Il cambiamento metodologico si è tradotto in un aumento dei debiti totali della voce rimesse, del 29 per cento per il 2004 e del 61 per il 2005.

Il forte aumento dei debiti nella voce rimesse segnalato dai nuovi dati si inserisce in una tendenza in atto da un decennio, collegata all'intensificarsi della presenza di lavoratori stranieri sul territorio italiano. Negli ultimi tre anni, tra i primi quindici paesi destinatari di rimesse dall'Italia figurano stabilmente ai primi posti la Romania, la Cina, le Filippine e il Marocco, che pesano per circa il 50 per cento delle rimesse totali. L'importanza della Romania e del Marocco nelle rimesse totali dell'Italia è coerente con la prevalenza dei loro cittadini sul territorio italiano; quella della Cina e delle Filippine può riflettere un maggior ricorso a canali formali di trasferimento internazionale di fondi da parte degli immigrati più lontani dai propri paesi d'origine.

Gli investimenti

Gli investimenti diretti. – Il minor disavanzo degli investimenti diretti all'estero (2,3 miliardi, contro 17,6 nel 2005) è la conseguenza di un forte aumento dei flussi in entrata. Gli investimenti all'estero degli italiani sono stati di importo analogo a quelli già eccezionalmente elevati del 2005 (rispettivamente 33,5 e 33,6 miliardi); gli investimenti in Italia degli stranieri sono quasi raddoppiati (da 16,0 a 31,2 miliardi).

I considerevoli importi dei flussi netti in entrata e in uscita per investimenti diretti sono stati quasi interamente dovuti a operazioni di acquisto di partecipazioni azionarie e sono anche il risultato di una sostenuta attività di fusioni e acquisizioni. I flussi lordi di investimento e disinvestimento, tanto negli investimenti verso l'estero, quanto in quelli dall'estero, sono stati molto più elevati che nel 2005, anche a causa di una crescita delle operazioni di finanziamento intragruppo, che si sono tuttavia tendenzialmente bilanciate nei flussi netti.

Mentre nel 2005 gli investimenti del settore bancario avevano superato quelli dei settori non bancari, nel 2006 sono stati questi ultimi a mantenere elevato il flusso netto di investimenti diretti all'estero. L'insieme dei settori non bancari ha investito 27,1 miliardi (14,5 nel 2005), il livello più elevato degli ultimi due decenni. L'incremento deriva principalmente dagli investimenti nei settori esteri della meccanica (da 3,0 a 7,4 miliardi) e dei servizi del credito e delle assicurazioni (da 4,1 a 8,6 miliardi). In base alla destinazione geografica, sono cresciuti gli investimenti verso i paesi esterni alla UE-25, in particolare, come nel 2005, verso gli Stati Uniti e i centri finanziari offshore; gli investimenti verso i paesi della UE sono calati rispetto al 2005, rimanendo tuttavia elevati grazie a quelli nei Paesi Bassi e nei nuovi paesi membri.

Riguardo agli investimenti provenienti dall'estero, nel 2006 si è registrata un'espansione significativa sia nei settori bancari, sia in quelli non bancari; la crescita è dovuta quasi interamente agli investimenti provenienti dai paesi della UE-25, in particolare dalla Francia e dai Paesi Bassi, su cui hanno influito operazioni di acquisizioni bancarie. Gli investimenti nei settori non bancari sono saliti da 15,1 a 23,8 miliardi, un valore elevato nel confronto storico, e si sono concentrati, per ammontare e variazione rispetto al 2005, pressoché negli stessi settori verso cui si sono diretti gli elevati flussi in uscita: servizi del credito e delle assicurazioni, meccanica, servizi di trasporto e comunicazione.

Gli investimenti di portafoglio e i derivati. – L'avanzo complessivo nelle voci per investimenti di portafoglio e derivati è salito a 54,4 miliardi da 45,7 nel 2005, riflettendo quasi interamente l'andamento del saldo negli investimenti di portafoglio. Dopo una forte crescita nel 2005, sono diminuiti tanto i flussi di portafoglio in entrata (da 130,4 a 94,5 miliardi), quanto quelli in uscita (da 87,0 a 39,7 miliardi); il calo ha riguardato soprattutto i titoli di debito.

La diminuzione dei flussi nelle attività di portafoglio e in particolare in quelle in titoli di debito è stata una caratteristica comune ai principali paesi dell'area, con la sola eccezione della Francia, dove sono diminuite soprattutto le attività azionarie. Anche nei flussi passivi vi sono stati cali, in particolare nei titoli di debito, per tutti i principali paesi, con l'eccezione della Spagna. Al di fuori dell'area, gli Stati Uniti e soprattutto il Regno Unito hanno aumentato gli investimenti di portafoglio all'estero; l'aumento delle passività è stato considerevole nel Regno Unito, moderato negli Stati Uniti. Su questi andamenti hanno influito l'evoluzione dei differenziali di interesse e di cambio e le emissioni nette.

Dal lato delle attività, gli investimenti azionari all'estero degli italiani si sono mantenuti su livelli vicini a quelli registrati nel 2005 (19,3 miliardi, contro 20,0), risentendo in parte del buon andamento dei rendimenti e dei prezzi degli strumenti azionari, in parte del maggior ricorso a operatori di risparmio gestito residenti all'estero. A fronte di maggiori investimenti nei paesi dell'area (da 29,5 a 34,4 miliardi), sono aumentati i disinvestimenti da quelli esterni a essa (da 9,5 a 15,1 miliardi). Il flusso degli investimenti in Lussemburgo è leggermente aumentato dai livelli già elevati del 2005 (25,2 miliardi, da 24,5), continuando a indirizzarsi quasi interamente su quote di fondi comuni di investimento. La Francia e la Germania sono gli altri due paesi dell'area verso i quali si sono registrati investimenti rilevanti o in aumento; anche nel caso della Francia la crescita dei flussi è connessa con l'acquisizione di quote di fondi di investimento.

Gli investimenti degli italiani in titoli di debito esteri sono stati pari a 20,3 miliardi, contro 67,0 nel 2005. Il calo ha riguardato in misura proporzionale gli investimenti nell'area (scesi da 53,1 a 15,4 milioni) e quelli nel resto del mondo (da 13,9 a 5,0). Nell'area i flussi di investimento si sono diretti principalmente verso Francia, Irlanda, Paesi Bassi e alcuni paesi minori; all'esterno di essa sono cresciuti gli investimenti nel Regno Unito (da 1,9 a 3,0), mentre sono calati quelli negli Stati Uniti (da 3,6 a 1,5 miliardi), risentendo dell'evoluzione dei tassi di interesse e di cambio, e quelli verso numerosi altri paesi non appartenenti alla UE.

Secondo i dati dell'indagine annuale sulle attività di portafoglio, condotta dall'UIC per compilare la posizione patrimoniale del paese e partecipare a un'iniziativa internazionale promossa dall'FMI, la quota delle attività emesse dai residenti nell'area dell'euro sul totale delle attività estere di portafoglio degli italiani è salita dal 56,1 al 67,6 per cento tra il 2001 e il 2005. Elevato e crescente, soprattutto nell'investimento azionario, è il peso dei titoli emessi da paesi relativamente piccoli come il Lussemburgo e, in misura più contenuta, l'Irlanda. Informazioni più disaggregate indicano che la quasi totalità delle attività azionarie italiane in questi due paesi, sedi di intermediari specializzati nell'offerta di fondi di investimento, è costituita da quote di fondi. Poiché l'investimento in fondi è un canale per assumere posizioni non solo in azioni, ma anche in titoli di debito (si pensi ai fondi obbligazionari), la semplice informazione sull'investimento in azioni potrebbe fornire indicazioni distorte circa le effettive decisioni di investimento all'estero degli italiani.

Al fine di rimuovere il "velo statistico" creato dall'investimento in fondi sulla composizione per strumenti e per aree geografiche degli investimenti esteri di portafoglio degli italiani, è stato condotto un esercizio statistico di riclassificazione delle consistenze azionarie in Lussemburgo e in Irlanda. L'esercizio mira a scindere l'investimento in fondi da quello azionario totale, per ripartirlo innanzitutto per strumento (utilizzando informazioni raccolte presso l'Assogestioni), in secondo luogo geograficamente (utilizzando la ripartizione geografica delle attività del Lussemburgo e dell'Irlanda, secondo quanto riportato dalle indagini di questi paesi). Dall'esercizio di riclassificazione si ottiene una composizione per strumento delle attività estere di portafoglio degli italiani che si sposta decisamente a favore dei titoli di debito (70 per cento circa nella media del 2002-05, contro il 58 dell'indagine). La distribuzione geografica rivista delle attività evidenzia che il peso dell'area dell'euro negli investimenti azionari non solo cala di 30 punti percentuali, ma si riduce anche nel tempo; nel caso dei titoli di debito, invece, la distribuzione non cambia in misura significativa e continua a mostrare una crescita del peso dei titoli dell'area sul portafoglio degli italiani. Un simile andamento risulta coerente con gli effetti attesi dell'unione monetaria sulla composizione dei portafogli: nelle attività azionarie deve aumentare il peso dei titoli di paesi non appartenenti all'unione, per le opportunità di maggiore diversificazione che essi offrono; negli investimenti obbligazionari un aumento del peso dei titoli dell'unione è coerente con l'eliminazione del rischio di cambio e una maggiore convergenza dei tassi di interesse.

Dal lato delle passività, gli investimenti degli stranieri in azioni italiane sono saliti da 4,1 (un dato innalzato da una singola operazione di grande dimensione) a 10,5 miliardi.

Gli investimenti stranieri in titoli di debito italiani sono scesi a 84,0 miliardi, da 126,4 nel 2005 (tav. 10.4). La riduzione nei soli titoli di Stato è stata di 54,0 miliardi ed è in parte spiegabile con l'andamento delle emissioni nette totali (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*). I cali si sono concentrati sui BOT, dove gli afflussi, pari a 24,5 miliardi nel 2005, si sono pressoché annullati (a fronte di emissioni nette assai contenute), e sui Prestiti della Repubblica, interessati da rimborsi netti elevati; minori investimenti o disinvestimenti hanno tuttavia interessato anche tutti gli altri titoli. Anche la relativa preferenza per i titoli a più lunga scadenza come i BTP (per i quali i flussi netti di investimento sono scesi di 9,0 miliardi) può essere messa in relazione con l'andamento delle emissioni nette, che sono salite di circa 17 miliardi.

Tavola 10.4

Investimenti esteri in titoli di debito
(milioni di euro)

VOCI	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Totale titoli di debito	**32.784**	**40.230**	**56.628**	**34.132**	**126.360**	**83.965**
Titoli di Stato (1)	**12.790**	**24.239**	**61.942**	**9.949**	**90.717**	**36.689**
BOT	-5.287	-12.359	13.949	-12.044	24.493	86
BTP	26.227	33.125	49.545	17.677	66.653	57.622
CCT	-13.652	-2.076	-1.834	10.630	6.575	-7.615
CTZ	-3.172	1.314	-4.461	-7.145	-4.027	-3.007
Prestiti della Repubblica	9.404	4.431	2.990	999	-5.248	-11.149
Altri	-730	-197	1.752	-168	2.272	752
Altre obbligazioni e strumenti monetari	**19.994**	**15.991**	**-5.314**	**24.183**	**35.643**	**47.277**

(1) La ripartizione per strumenti è stimata e soggetta a revisione.

Gli altri investimenti. – La crescita delle uscite nette negli "altri investimenti" deriva principalmente dall'aumento del disavanzo delle autorità monetarie (da un sostanziale pareggio a un disavanzo per 16,8 miliardi), dovuto al saldo TARGET (in cui la posizione della Banca d'Italia sostituisce formalmente quella delle banche), e da un incremento di 8,4 miliardi del disavanzo negli altri settori per investimenti diversi dai crediti commerciali e dai rapporti di deposito o prestito. Il saldo negli "altri investimenti" delle banche ha registrato un aumento dell'attivo (da 27,0 a 44,0 miliardi) come risultato di un incremento delle entrate nette nella voce "prestiti banconote e depositi".

Le riserve ufficiali. – Le transazioni in corso d'anno hanno prodotto una riduzione delle riserve ufficiali di 0,4 miliardi. Le consistenze sono tuttavia aumentate da 55,9 a 57,5 miliardi, grazie agli aggiustamenti di valutazione. La rivalutazione di 3,8 miliardi delle riserve in oro (passate da 34,3 a 38,1 miliardi) ha più che compensato le perdite dovute agli aggiustamenti di cambio, conseguenti all'apprezzamento dell'euro sulle principali valute (dollaro, yen e franco svizzero).

La posizione patrimoniale verso l'estero

Alla fine del 2006 la posizione debitoria netta sull'estero è salita a 72,5 miliardi (4,9 per cento del PIL), da 52,1 alla fine del 2005 (3,7 per cento del PIL; tav. 10.5).

Sulla base dei dati provvisori l'indebitamento netto di fine 2005 era stato valutato pari a 77,9 miliardi. La sua riduzione nei dati definitivi deriva principalmente da un aumento del valore delle attività estere di portafoglio, conseguente alla sostituzione, per questa posta, dei dati provvisori, basati sul metodo del cumulo dei flussi, con le evidenze dell'indagine di portafoglio.

Tavola 10.5

Posizione netta sull'estero
(milioni di euro)

VOCI	Consistenze a fine 2005 (1)	Gennaio-dicembre 2006				Consistenze a fine 2006 (1)
		Flussi (2)	Aggiustamenti		Variazione delle consistenze	
			di cambio (3)	altri		
	(a)	(b)	(c)	(d)	(e)	(f)=(b)+(c)	(a)+(f)
				Operatori residenti non bancari			
Attività	**1.204.939**	**120.365**	**-799**	**-16.986**	**16.188**	**119.566**	**1.324.506**
Investimenti diretti	217.142	28.279	-1.682	-2.700	1.018	26.597	243.739
Investimenti di portafoglio	753.575	38.100	1.620	-13.549	15.170	39.720	793.295
di cui: *azioni*	*337.037*	*17.965*	*14.485*	*-9.211*	*23.696*	*32.450*	*369.487*
Altri investimenti	221.638	52.428	-737	-737	..	51.691	273.329
Strumenti derivati	12.584	1.558	..	..	..	1.558	14.142
Passività	**1.186.567**	**87.797**	**-24.052**	**-6.363**	**-17.689**	**63.745**	**1.250.312**
Investimenti diretti	176.411	24.842	-2.734	-69	-2.665	22.108	198.519
Investimenti di portafoglio	848.096	48.112	-20.490	-5.466	-15.024	27.623	875.718
di cui: *azioni*	*27.138*	*6.710*	*4.029*	..	*4.029*	*10.739*	*37.877*
Altri investimenti	140.731	8.152	-828	-828	..	7.324	148.055
Strumenti derivati	21.329	6.691	..	..	..	6.691	28.020
Posizione netta	**18.373**	**32.567**	**23.253**	**-10.624**	**33.877**	**55.821**	**74.194**
				Banche residenti			
Attività	344.296	53.832	-3.555	-3.797	243	50.277	394.573
Passività	492.318	139.251	6.360	-8.452	14.812	145.611	637.929
Posizione netta	**-148.021**	**-85.420**	**-9.914**	**4.654**	**-14.569**	**-95.334**	**-243.356**
				Banca centrale			
Attività	79.374	16.589	1.694	-2.083	3.777	18.283	97.657
Passività	1.828	-737	-136	-136	..	-873	955
Posizione netta	**77.546**	**17.326**	**1.830**	**-1.947**	**3.777**	**19.156**	**96.702**
Totale posizione netta	**-52.102**	**-35.526**	**15.169**	**-7.917**	**23.085**	**-20.357**	**-72.460**

(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.

Il peggioramento è interamente dovuto agli afflussi netti di capitale nel conto finanziario (35,5 miliardi). Gli aggiustamenti di valore (di cambio, prezzi e altri aggiustamenti) hanno complessivamente contribuito a ridurre l'indebitamento netto di 15,2 miliardi, soprattutto grazie agli aggiustamenti di prezzo (23,1 miliardi).

Nel caso delle passività totali (salite da 1.680,7 a 1.889,2 miliardi), gli aggiustamenti di valore ne hanno determinato una riduzione di 17,8 miliardi. La correzione al ribasso si è concentrata sulle passività dei settori non bancari (24,1 miliardi), in particolare in quelle obbligazionarie di portafoglio, come conseguenza di aggiustamenti di prezzo (perdite in conto capitale su titoli). Per i soli titoli di Stato le perdite in conto capitale dovute all'aumento dei tassi a medio e a lungo termine sono state di 20,6 miliardi. Nel caso delle banche, l'aumento delle passività dovuto agli aggiustamenti (6,4 miliardi) deriva soprattutto dalle rivalutazioni di prezzo dei titoli azionari di portafoglio detenuti da non residenti.

Nel caso delle attività totali (salite da 1.628,6 a 1.816,7 miliardi), le perdite per aggiustamenti di valore sono state relativamente limitate (2,7 miliardi), grazie al reciproco bilanciamento tra i guadagni di prezzo, concentrati soprattutto negli investimenti di portafoglio, e le perdite per aggiustamenti di cambio. Le riduzioni maggiori per aggiustamenti di valutazione sono state quelle sulle attività del settore bancario, a causa della prevalenza in esse degli "altri investimenti", in cui le perdite per aggiustamenti di cambio non vengono bilanciate da variazioni di prezzo. Sulle attività totali della banca centrale gli aggiustamenti hanno avuto un effetto nel complesso moderatamente positivo (1,7 miliardi), soprattutto grazie alla rivalutazione delle riserve.

11. LA FINANZA PUBBLICA

L'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel 2006 è stato pari al 4,4 per cento del PIL (4,2 nel 2005); escludendo la contabilizzazione di oneri straordinari derivanti dalla cancellazione di crediti dello Stato nei confronti della TAV e da una sentenza della Corte di giustizia europea (CGE) in materia di IVA, il disavanzo è stato pari al 2,5 per cento del PIL. Al netto degli effetti del ciclo economico e di un più ampio insieme di misure temporanee, l'indebitamento netto è sceso da circa il 4,5 per cento del PIL del 2005 al 3 per cento.

Il miglioramento dei conti ha riflesso il forte aumento della pressione fiscale (1,7 punti percentuali). Le entrate hanno beneficiato dell'accelerazione dell'attività produttiva, di alcuni provvedimenti e fattori di natura transitoria, delle misure di ampliamento e recupero di base imponibile incluse nella manovra per il 2006 e in quella della scorsa estate. L'incidenza delle spese correnti sul PIL è rimasta costante su livelli elevati. Gli investimenti si sono ridotti per il secondo anno consecutivo.

Il disavanzo è stato ampiamente inferiore a quanto previsto sia in sede di impostazione della manovra di bilancio sia nel corso dell'anno.

Il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche si è ridotto di 1,6 punti percentuali del prodotto, al 3,7 per cento. Il divario rispetto all'indebitamento netto (calcolato escludendo le citate contabilizzazioni straordinarie) è leggermente aumentato rispetto al già elevato livello del 2005.

Il rapporto tra il debito e il prodotto è salito per il secondo anno consecutivo, passando dal 106,2 al 106,8 per cento.

Il *Programma di stabilità* del dicembre scorso ha indicato tre obiettivi prioritari per il quinquennio 2007-2011: porre termine alla situazione di disavanzo eccessivo nel 2007; raggiungere il pareggio di bilancio nel medio termine; diminuire significativamente il rapporto tra il debito e il PIL.

Alla fine dello scorso anno è stata approvata dal Parlamento la manovra di bilancio per il 2007, con effetti di riduzione del disavanzo valutati in un punto percentuale del PIL. Un terzo della correzione deriva dal trasferimento all'INPS di parte dei contributi per il TFR non destinati ai fondi pensione.

Lo scorso marzo la *Relazione unificata sull'economia e la finanza pubblica* (RUEFP), tenendo conto dei risultati del 2006 e del miglioramento delle prospettive di crescita, ha stimato l'indebitamento netto del 2007 nel 2,3 per cento del PIL (a fronte di un obiettivo del 2,8). La stima appare fondata su ipotesi nel complesso prudenti.

La Relazione prevede un ulteriore aumento della pressione fiscale, al 42,8 per cento; essa si avvicinerebbe ai valori massimi registrati negli anni novanta. L'incidenza delle

spese primarie correnti e di quelle in conto capitale sul PIL rimarrebbe sostanzialmente costante.

L'obiettivo del pareggio di bilancio è ancora lontano. Il livello di disavanzo previsto per il 2007 non è in grado di innescare un'adeguata flessione del rapporto tra il debito e il PIL. Eventuali entrate superiori alle attese vanno prioritariamente indirizzate alla riduzione del disavanzo.

A pressione fiscale invariata e senza ridurre gli investimenti, il raggiungimento del pareggio di bilancio richiede una forte azione di contenimento della dinamica della spesa primaria corrente, che nell'ultimo quinquennio è progressivamente aumentata in rapporto al prodotto. Per la sostenibilità dei conti pubblici nel medio e nel lungo termine sono cruciali la piena applicazione delle regole introdotte con la riforma previdenziale del 1995 e i risparmi derivanti dalla riforma del 2004.

La politica di bilancio per il 2006: obiettivi e previsioni

Nel luglio del 2005 il Consiglio della UE accertava la presenza di una situazione di disavanzo eccessivo in Italia e chiedeva al Governo di riportare il disavanzo al di sotto del 3 per cento entro il 2007, con una correzione significativa già nel 2006.

Alla fine di luglio, con il *Documento di programmazione economico-finanziaria* (DPEF), il Governo indicava un obiettivo di indebitamento netto per il 2006 pari al 3,8 per cento del PIL, contro il 4,3 allora atteso per il 2005 (tav. 11.1). Alla fine di settembre veniva presentata al Parlamento una manovra correttiva valutata in 11,5 miliardi (0,8 per cento del PIL). La crescita del prodotto era stimata nell'1,5 per cento.

Nel corso dell'esame parlamentare l'entità della correzione veniva innalzata in due occasioni: a novembre (di circa 5 miliardi) per compensare l'esclusione dal quadro tendenziale degli introiti attesi dalle dismissioni immobiliari; a dicembre (di 4 miliardi), in connessione con la riduzione dell'obiettivo per il disavanzo del 2006 al 3,5 per cento del PIL.

Nella versione approvata dal Parlamento, l'entità della manovra di bilancio veniva valutata in 20,5 miliardi (1,4 per cento del PIL), per circa due terzi derivanti da provvedimenti dal lato delle spese (cfr. il riquadro: La manovra di bilancio per il 2006 *in* Bollettino economico, *n. 45, 2005 e n. 46, 2006). I risparmi di spesa (nel complesso pari a circa 16,8 miliardi) riguardavano i consumi delle Amministrazioni centrali, i trasferimenti alle imprese, le erogazioni degli enti decentrati, la spesa sanitaria ed erano in parte compensati da maggiori esborsi per provvedimenti in favore delle famiglie, per rinnovi contrattuali e per altri interventi minori, con un effetto netto sulle spese primarie pari a 13,3 miliardi. Dal lato delle entrate, ai maggiori introiti (complessivamente 10,6 miliardi) attesi da modifiche permanenti alle regole per la determinazione del reddito di impresa, dalla programmazione fiscale con la relativa sanatoria e dalla riproposizione di alcune imposte una tantum, si contrapponeva una riduzione dell'aliquota dei contributi sociali a carico dei datori di lavoro. L'effetto netto sulle entrate era pari a 7 miliardi.*

Nell'aprile del 2006 la Relazione trimestrale di cassa (Rtc), stimava l'indebitamento netto nel 3,8 per cento del PIL, tenendo conto di alcune revisioni effettuate dall'Istat in occasione della diffusione dei dati di consuntivo relativi al 2005 e del peggioramento della stima della crescita economica, portata all'1,3 per cento.

Tavola 11.1

Obiettivi, stime e consuntivo dei conti pubblici per l'anno 2006
(miliardi di euro)

VOCI	Amministrazioni pubbliche				*Per memoria:*	
	Indebitamento netto	Avanzo primario	Spesa per interessi	Debito	Tasso di crescita % del PIL reale	PIL nominale
Obiettivi						
DPEF (luglio 2005)	....	....	....	....	1,5	....
in percentuale del PIL	*3,8*	*0,9*	....	*107,4*		
RPP (settembre 2005)	54,7	13,1	67,8	....	1,5	1.435,4
in percentuale del PIL	*3,8*	*0,9*	*4,7*	....		
Programma di stabilità (dicembre 2005)	....	....	....	....	1,5	....
in percentuale del PIL	*3,5*	*1,3*	*4,7*	*108,0*		
Stime in corso d'anno						
Rtc (aprile 2006)	56,0	9,4	65,4	....	1,3	1.464,0
in percentuale del PIL	*3,8*	*0,6*	*4,5*	....		
DPEF (luglio 2006)	59,3	7,8	67,1	....	1,5	1.466,8
in percentuale del PIL	*4,0*	*0,5*	*4,6*	*107,7*		
RPP (settembre 2006) (1)	71,1	-4,0	67,1	....	1,6	1.468,6
in percentuale del PIL	*4,8*	*-0,3*	*4,6*	*107,6*		
Programma di stabilità (dicembre 2006) (1) (2)	....	....	....	....	1,6	....
in percentuale del PIL	*5,7*	*-0,9*	*4,8*	*107,6*		
Consuntivo (3)	65,5	2,0	67,6	1.575,4	1,9	1.475,4
in percentuale del PIL	*4,4*	*0,1*	*4,6*	*106,8*		

(1) Le stime di settembre includono gli effetti della sentenza della CGE in materia di IVA (valutati in 18,6 miliardi); quelle di dicembre comprendono anche gli effetti della cancellazione dei crediti dello Stato nei confronti della TAV (valutati in circa 13 miliardi). – (2) I valori relativi alla spesa per interessi e all'avanzo primario non sono direttamente confrontabili con quelli indicati nelle altre righe poichè sono calcolati al lordo dei SIFIM e al netto degli effetti delle operazioni di swap e forward rate agreement. – (3) Fonte: Istat e, per il debito, Banca d'Italia.

A giugno la commissione nominata dal nuovo Governo con l'incarico di effettuare una ricognizione sullo stato dei conti pubblici elevava la stima del disavanzo al 4,1 per cento del PIL, rivedendo al rialzo le previsioni delle entrate e delle spese anche sulla base dei risultati dei primi mesi dell'anno.

Nel rapporto conclusivo la commissione sottolineava che alcuni provvedimenti della manovra di bilancio per il 2006 – riguardanti in particolare la spesa degli enti decentrati, la programmazione fiscale e la relativa sanatoria – potevano rivelarsi inefficaci, con un effetto peggiorativo sul saldo pari allo 0,3 per cento del PIL. Si segnalava, inoltre, che la piena attuazione di alcuni dei tagli di spesa previsti avrebbe avuto effetti problematici, tra l'altro, sui flussi d'investimento per opere stradali e ferroviarie. Per far fronte a tali problematiche la commissione evidenziava la necessità di modifiche legislative con oneri stimati prudenzialmente nello 0,2 per cento del PIL.

Nell'estate il Governo varava una manovra integrativa volta a reperire risorse pari a 0,3 punti percentuali del PIL, principalmente con norme tributarie con finalità antielusive e antievasive. Le risorse venivano destinate per circa due terzi al finanziamento di maggiori spese riguardanti opere stradali e ferroviarie. Venivano abrogati l'istituto della programmazione fiscale e la connessa sanatoria. In sede di conversione in legge del decreto venivano introdotte modifiche che comportavano riduzioni del gettito atteso.

Tenendo conto di tale manovra, degli introiti tributari del mese di giugno – molto superiori alle attese – e del miglioramento della stima della crescita economica (all'1,5 per cento), con il DPEF del mese di luglio veniva innalzata la previsione delle entrate fiscali. La stima del disavanzo rimaneva tuttavia sostanzialmente invariata, al 4,0 per cento del PIL, riflettendo una maggiore prudenza nelle valutazioni relative alle spese.

A settembre, con la *Relazione previsionale e programmatica* (RPP) la stima delle entrate tributarie veniva ulteriormente aumentata, di circa mezzo punto di PIL. La previsione del disavanzo veniva tuttavia portata al 4,8 per cento, per tener conto degli oneri derivanti dalla sentenza della CGE in materia di IVA. Al netto di tali oneri il disavanzo era valutato nel 3,6 per cento del PIL.

La sentenza della CGE (14 settembre 2006) ha dichiarato incompatibili con le norme europee le limitazioni poste dalla legge italiana alla detraibilità dell'IVA relativa agli autoveicoli utilizzati nello svolgimento di attività di impresa, prevedendo la possibilità di richiedere il rimborso della maggiore IVA pagata negli anni 2003-06. Nella RPP gli oneri derivanti dalla sentenza venivano indicati in 17,1 miliardi, relativamente ai rimborsi d'imposta, e in 1,5 miliardi, per le minori entrate dell'ultima parte del 2006.

A dicembre, in occasione dell'aggiornamento del *Programma di stabilità*, il Governo rendeva nota la decisione di cancellare i crediti dello Stato verso la TAV connessi con il finanziamento dell'alta velocità ferroviaria (circa 13 miliardi); ciò comportava la contabilizzazione nel bilancio del 2006 di un corrispondente trasferimento in conto capitale. La stima dell'indebitamento netto veniva portata al 5,7 per cento del PIL.

L'indebitamento netto nel 2006

A consuntivo, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche è risultato pari al 4,4 per cento del PIL, contro il 4,2 registrato nel 2005 (tav. 11.2 e fig. 11.1). Escludendo gli effetti dei due fattori straordinari sopra richiamati, il disavanzo è risultato pari al 2,5 per cento del prodotto; il miglioramento ha riflesso la dinamica sostenuta delle entrate, cresciute in rapporto al prodotto di 1,7 punti percentuali. Le spese al netto dei due fattori sono rimaste sostanzialmente invariate in rapporto al PIL.

Tavola 11.2

Principali indicatori di bilancio delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

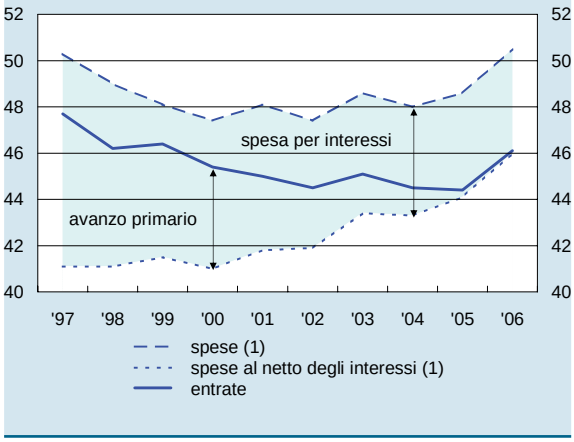
VOCI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Entrate	47,7	46,2	46,4	45,4	45,0	44,5	45,1	44,5	44,4	46,1
Spese (2) (3)	50,3	49,0	48,1	47,4	48,1	47,4	48,6	48,0	48,6	50,5
di cui: *interessi*	*9,3*	*7,9*	*6,6*	*6,3*	*6,3*	*5,5*	*5,1*	*4,7*	*4,5*	*4,6*
Avanzo primario	6,6	5,1	4,9	4,3	3,2	2,7	1,6	1,3	0,3	0,1
Indebitamento netto	2,7	2,8	1,7	2,0	3,1	2,9	3,5	3,5	4,2	4,4
Fabbisogno complessivo	1,8	2,6	1,4	2,2	4,6	2,9	3,0	3,6	4,9	3,7
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	2,9	3,3	3,4	3,5	4,9	3,1	4,3	4,2	5,3	3,7
Fabbisogno al netto di regolazioni e dismissioni mobiliari	2,9	3,1	2,8	3,1	4,2	2,7	3,6	4,1	5,1	3,7
Debito	118,1	114,9	113,7	109,1	108,7	105,6	104,3	103,8	106,2	106,8

Fonte: per le voci del conto economico delle Amministrazioni pubbliche, elaborazioni su dati Istat.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. – (3) Il dato del 2000 non include i proventi delle licenze UMTS, portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

Gli oneri per i rimborsi dei crediti d'imposta connessi con la sentenza della CGE, relativi agli anni 2003-06, sono stati imputati dall'Istat al conto economico del 2006 in base al principio della competenza economica, per il quale rileva il momento in cui un'obbligazione si perfeziona. La stima di tali oneri, pari a 16,0 miliardi, differisce da quella contenuta nella RPP in quanto è al netto delle maggiori imposte dirette dovute dai contribuenti per gli anni 2003-06 per effetto della deducibilità dell'IVA.

Figura 11.1

Entrate e spese delle Amministrazioni pubbliche
(in percentuale del PIL)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico; relativamente al 2000 non sono inclusi i proventi delle licenze UMTS, anch'essi portati in riduzione delle spese nella contabilità nazionale.

L'entità del miglioramento dei conti pubblici è stata inattesa; le previsioni ufficiali – peraltro in linea con quelle diffuse da altre fonti – si sono caratterizzate per una pronunciata cautela, in un contesto di incertezza sull'intensità della ripresa e sul suo impatto sulle entrate. Lo scostamento rispetto alle previsioni riflette la più favorevole evoluzione macroeconomica, anche con riferimento alla composizione della crescita, e una dinamica del gettito delle principali imposte e dei contributi più sostenuta di quella coerente con l'andamento delle basi imponibili (cfr. il paragrafo: *Le entrate nel 2006*). Rispetto alle previsioni effettuate nella seconda metà dell'anno, ha anche influito la flessione delle spese per consumi intermedi – la prima da oltre un decennio – e il proseguire della caduta degli investimenti, nonostante gli interventi di sostegno adottati nell'estate.

Escludendo i più volte menzionati oneri straordinari, l'indebitamento netto è risultato inferiore, rispettivamente, di 1,3, 1,5 e 1,2 punti percentuali del prodotto rispetto alle stime della Rtc di aprile, del DPEF di luglio e della RPP dello scorso autunno. L'aumento delle entrate e delle spese (al netto degli effetti dei due citati fattori straordinari) è stato superiore a quello stimato nella Rtc rispettivamente di circa 28 e 7 miliardi (di cui metà riguardanti le erogazioni in conto capitale). Su tali scostamenti hanno influito anche gli effetti delle misure decise in giugno. L'incremento delle entrate è stato superiore anche rispetto alle valutazioni del DPEF e a quelle del secondo volume della RPP (rispettivamente per circa 16 e 11 miliardi); quello delle spese è risultato invece inferiore in ambedue i confronti di circa 8 miliardi, di cui poco meno della metà riguardanti le erogazioni in conto capitale.

L'indebitamento netto corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee. – Escludendo gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee, l'indebitamento netto è sceso da circa il 4,5 per cento del PIL del 2005 al 3 per cento nel 2006; l'avanzo primario, sostanzialmente nullo nel 2005, è salito a circa l'1,5 per cento (fig. 11.2). L'effetto sfavorevole del ciclo economico sui conti pubblici, valutabile per il 2005 in circa mezzo punto percentuale del PIL, si è quasi annullato. Le misure temporanee, che avevano ridotto l'indebitamento netto di oltre mezzo punto percentuale del PIL nel 2005, lo hanno accresciuto di oltre un punto.

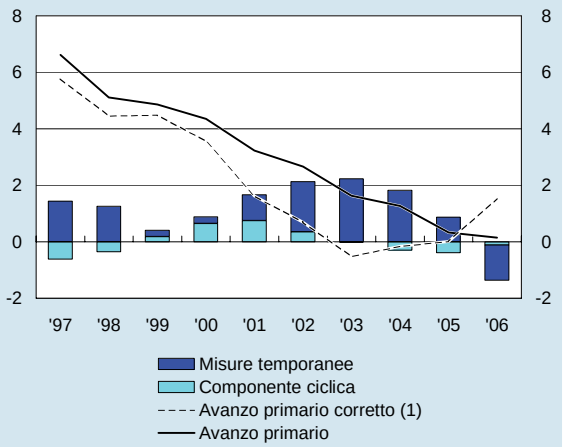
Al fine di valutare l'andamento strutturale dei conti pubblici, le poste del bilancio sono depurate dagli effetti del ciclo economico e delle misure discrezionali aventi un impatto temporaneo, che rappresentano in genere i principali fattori transitori che incidono sui saldi di finanza pubblica. L'analisi non tiene conto di altri fattori di natura temporanea, quali le fluttuazioni dei corsi azionari, dei prezzi degli immobili e dei tassi d'interesse, che pure influenzano le finanze pubbliche ma sono generalmente di difficile quantificazione.

Esistono diverse metodologie per valutare la componente ciclica del bilancio. Il metodo usato in Banca d'Italia (cfr. il capitolo della sezione C: La politica di bilancio del 2000 *nella Relazione sull'anno 2000) tiene conto oltre che del livello del prodotto anche della sua composizione. La correzione per il ciclo economico riguarda essenzialmente le entrate; dal lato della spesa essa interessa solo le erogazioni connesse con la disoccupazione. Il saldo, le spese e le entrate sono inoltre rapportati al livello del PIL di trend (calcolato utilizzando il filtro di Hodrick e Prescott).*

I criteri per l'identificazione delle misure temporanee adottati in Banca d'Italia sono in linea con quelli utilizzati dalla Commissione europea ai fini della procedura di sorveglianza delle politiche di bilancio. Vengono classificate come temporanee le misure i cui effetti non incidono sul saldo per più di tre anni o sono caratterizzati da elevata incertezza. Sono generalmente considerati solo gli interventi che migliorano il saldo di bilancio. Questo criterio mira a definire un saldo prudenziale che permetta di evidenziare soprattutto i rischi per i conti pubblici. Nel caso della cancellazione dei crediti dello Stato verso la TAV del 2006 (0,9 per cento del PIL), l'entità dell'impatto ha suggerito di tenerne conto nell'analisi, equiripartendo la spesa sugli ultimi quattro anni in quanto gli investimenti nell'alta velocità ferroviaria sono divenuti particolarmente rilevanti dal 2003. Si sono considerati quindi come temporanei solo tre quarti delle spese contabilizzate nel 2006. La Commissione europea ha invece incluso l'intero importo tra le misure temporanee del 2006. Tra le misure discrezionali si considerano di norma solo quelle in materia di entrate. Ciò riflette la difficoltà di definire un andamento normale per le singole voci di spesa, rispetto al quale identificare univocamente gli effetti delle misure. Sono incluse tuttavia tra le misure temporanee le dismissioni immobiliari, che nel conto economico delle Amministrazioni pubbliche sono riportate tra le spese in riduzione degli investimenti. Infine, non vengono generalmente considerati tra le misure temporanee gli effetti di fattori non controllabili dalle Amministrazioni pubbliche. La Commissione europea ammette come eccezioni gli oneri derivanti da catastrofi naturali, da sentenze della CGE e da decisioni della stessa Commissione. Nelle valutazioni qui presentate sono stati considerati temporanei i rimborsi di imposta connessi con la citata sentenza della CGE.

Figura 11.2

Avanzo primario ed effetti transitori
(in percentuale del PIL)



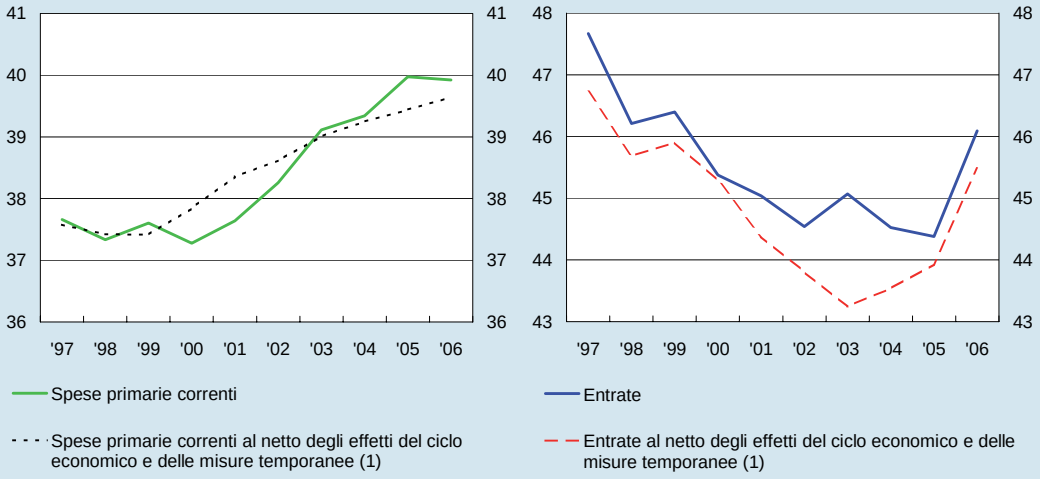
(1) Al netto degli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee; in percentuale del PIL di trend.

Negli ultimi nove anni l'avanzo primario corretto per gli effetti del ciclo economico e delle misure temporanee è diminuito di oltre 4 punti percentuali del PIL. Tra il 1997 e il 2003 esso è passato da poco meno del 6 per cento del prodotto a un disavanzo di circa mezzo punto. Sul peggioramento hanno influito per 2,8 punti l'aumento della spesa primaria, riguardante soprattutto le erogazioni in conto capitale e quelle sanitarie, e per 3,5 punti il calo delle entrate (fig. 11.3), riconducibile agli effetti di misure legislative varate nello stesso periodo (cfr. la Relazione sull'anno 1998 e seguenti).

Dal 2004 si registra invece un miglioramento del saldo primario corretto, modesto nel primo biennio e significativo nel 2006. Esso riflette l'aumento delle entrate (2,2 punti percentuali del PIL), riconducibile a: l'effetto netto delle norme che hanno accresciuto le imposte dirette sulle imprese e quelle indirette (nel complesso quasi un punto percentuale del prodotto) e di quelle che hanno ridotto i contributi sociali e il prelievo sui redditi delle famiglie (circa mezzo punto); il drenaggio fiscale (che ha accresciuto il gettito di circa un terzo di punto); la maggior crescita tendenziale delle basi imponibili rispetto a quella del PIL (un terzo di punto) e l'operare di numerosi fattori specifici, non necessariamente di natura permanente, che si sono verificati soprattutto nel 2006. Nel medesimo triennio è proseguita la crescita dell'incidenza sul prodotto delle erogazioni correnti; è diminuita quella delle spese in conto capitale.

Figura 11.3

Spese primarie correnti ed entrate delle Amministrazioni pubbliche
(in percentuale del PIL)



(1) In percentuale del PIL di trend.

Le entrate nel 2006

Le entrate delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate del 7,7 per cento (a 680,1 miliardi), passando dal 44,4 al 46,1 per cento del PIL (tav. 11.3). La pressione fiscale è aumentata di 1,7 punti percentuali, al 42,3 per cento; all'incremento ha contribuito per quasi 1,6 punti la componente tributaria.

Tavola 11.3

Entrate delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Imposte dirette	15,8	14,3	14,9	14,4	14,7	13,9	13,4	13,3	13,4	14,5
Imposte indirette	12,2	15,1	14,9	14,7	14,2	14,3	14,0	14,1	14,2	14,8
Entrate tributarie correnti	**28,0**	**29,3**	**29,8**	**29,1**	**28,9**	**28,2**	**27,4**	**27,4**	**27,6**	**29,3**
Contributi sociali effettivi	14,6	12,2	12,2	12,1	12,0	12,2	12,4	12,4	12,6	12,8
Contributi sociali figurativi	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2
Entrate fiscali correnti	**43,0**	**42,0**	**42,3**	**41,5**	**41,2**	**40,6**	**40,0**	**40,0**	**40,5**	**42,3**
Imposte in c/capitale	0,7	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	1,3	0,6	0,1	0,0
Pressione fiscale	**43,7**	**42,3**	**42,4**	**41,6**	**41,3**	**40,8**	**41,4**	**40,6**	**40,6**	**42,3**
Altre entrate correnti	3,7	3,6	3,6	3,4	3,5	3,5	3,4	3,6	3,5	3,5
Altre entrate in c/capitale	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Totale entrate	**47,7**	**46,2**	**46,4**	**45,4**	**45,0**	**44,5**	**45,1**	**44,5**	**44,4**	**46,1**

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

Le entrate tributarie. – Le entrate tributarie sono cresciute del 9,5 per cento (a 432,1 miliardi). Le imposte dirette sono aumentate del 12,4 per cento, quelle indirette del 7,8. Le imposte in conto capitale sono diminuite di 1,6 miliardi, per il venir meno del gettito del condono edilizio.

Poco più della metà dell'incremento delle entrate tributarie è riconducibile alla dinamica delle principali basi imponibili.

Questa valutazione tiene conto di alcune caratteristiche specifiche della congiuntura, già in parte presenti negli anni precedenti, che hanno contribuito ad aumentare l'elasticità del gettito rispetto al PIL. Esse sono: la dinamica del monte salari superiore a quella del PIL, il proseguire della fase di rialzo dei corsi azionari e dei tassi di interesse, l'incremento del prezzo del petrolio e di altri prodotti energetici. All'elevata elasticità del gettito complessivo al PIL ha inoltre contribuito la maggiore reattività degli introiti dell'Irpef alla sua base imponibile connessa con le riforme degli ultimi anni. Non si tiene invece conto del forte rialzo del prezzo degli immobili, per la difficoltà di quantificarne gli effetti.

Mentre i dati sul gettito effettivo sembrano suggerire un aumento dell'elasticità del gettito al PIL concentrata nell'ultimo anno, se si tiene conto degli effetti delle misure temporanee e di quelle a carattere permanente, la componente di trend delle entrate tributarie, individuata sulla base di un modello a componenti non osservabili, segnala un aumento dell'elasticità a partire dal 2000. Tale incremento non emerge dai dati sul gettito osservato, in quanto compensato dagli sgravi fiscali concessi nello stesso periodo.

Un ulteriore 30 per cento dell'incremento delle entrate tributarie è attribuibile agli interventi discrezionali disposti con la legge finanziaria per il 2006 e con il provvedimento di luglio, di carattere in parte permanente e in parte temporaneo. Inoltre, circa il 5 per cento è ascrivibile ad alcuni fattori favorevoli verificatisi nell'anno. Sulla parte residua dell'incremento hanno influito l'aumento del grado di adesione dei contribuenti indotto dall'intensificarsi dei provvedimenti di contrasto all'evasione e all'elusione e gli effetti, di difficile quantificazione, di alcune modifiche strutturali del sistema economico.

Tra i cambiamenti del sistema economico con riflessi sulle potenzialità di gettito fiscale rilevano l'aumento del peso della grande distribuzione, che tende a ridurre i margini di evasione dell'IVA, e le modifiche della composizione della spesa delle famiglie in favore dei beni durevoli e dei servizi di telefonia, che sono soggetti all'aliquota IVA del 20 per cento e che, a causa della struttura dell'offerta, si caratterizzano per minori possibilità di evasione.

La dinamica dei singoli tributi è analizzata qui di seguito con riferimento alle entrate di cassa contabilizzate nel bilancio dello Stato. Gli incassi complessivi del bilancio dello Stato al netto delle regolazioni contabili con le Regioni Sicilia e Sardegna sono aumentati del 9,6 per cento. Escludendo i proventi del lotto e delle lotterie l'incremento sale al 10,6 per cento.

I proventi del lotto e delle lotterie contabilizzati nel bilancio dello Stato sono diminuiti del 17,6 per cento (2,2 miliardi). La dinamica risente di regolazioni contabili relative ad anni precedenti; escludendo tali regolazioni si registra solo un lieve decremento.

Gli incassi dell'Irpef sono aumentati del 7,1 per cento (9,4 miliardi), riflettendo principalmente l'incremento delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente e da pensione (7,9 per cento; 7,8 miliardi). La crescita delle unità di lavoro dipendenti è stata pari al 2,0 per cento, quella delle retribuzioni unitarie del 2,8 per cento.

La parte dell'Irpef versata in autotassazione è aumentata del 2,3 per cento (0,5 miliardi). L'imposta di competenza del 2005 (data dalla somma del saldo versato nel 2006 e degli acconti pagati nel 2005) è aumentata rispetto a quella del 2004 del 3,6 per cento (era rimasta stazionaria tra il 2003 e il 2004); la dinamica ha risentito della revisione di un numero elevato di studi di settore.

Il gettito dell'Ires è cresciuto del 17,1 per cento (5,8 miliardi). L'aumento riflette la ripresa ciclica e gli effetti delle misure di ampliamento della base imponibile incluse nella manovra di bilancio per il 2006. Questi effetti sono stati parzialmente compensati dalle conseguenze dell'innalzamento, per il solo anno 2005, della misura dell'acconto dal 99 al 102,5 per cento.

Il gettito delle imposte sostitutive sui redditi delle attività finanziarie è cresciuto del 37,3 per cento (3,3 miliardi). Particolarmente sostenuto è stato l'aumento degli incassi relativi all'imposta sul risparmio gestito (0,9 miliardi), sul quale hanno influito la ripresa dei corsi azionari, nonché il ridimensionamento dei crediti di imposta che avevano pressoché azzerato il gettito negli ultimi anni. L'aumento dell'imposta sostitutiva sugli interessi delle obbligazioni (1,5 miliardi) ha riflesso il rialzo dei tassi di interesse, osservato dal dicembre del 2005, e il forte aumento delle operazioni di rimborso di buoni postali nel 2005, che ha determinato un maggior gettito stimabile in circa 0,7 miliardi.

Infine, alla crescita delle imposte dirette hanno contribuito alcune imposte sostitutive di natura temporanea introdotte o riproposte con la manovra di bilancio per il 2006, dalle quali è derivato un gettito – largamente superiore alle attese – di 5,8 miliardi (1,8 nel 2005), e il versamento dell'imposta sulle riserve matematiche delle assicurazioni (circa un miliardo), non effettuato nel 2005 perché anticipato all'anno precedente.

Tra le imposte sostitutive introdotte o riproposte dalla manovra per il 2006 figurano: quella riguardante le rivalutazioni dei cespiti aziendali (che ha prodotto incassi per 4,3 miliardi nel 2006, contro 0,7 nel 2005); quelle sulla rivalutazione dei terreni edificabili e delle partecipazioni detenuti dalle persone fisiche (1,2 miliardi, contro 1,1); quella sulla rivalutazione di aree fabbricabili non ancora edificate di proprietà di imprese (0,3 miliardi).

Tra le imposte indirette particolarmente sostenuto è stato l'incremento dell'IVA (8,7 per cento; 9,2 miliardi) e delle altre imposte sugli affari (13,0 per cento; 2,3 miliardi).

La componente dell'IVA prelevata sulle importazioni dai paesi non appartenenti alla UE è salita del 15,0 per cento (1,8 miliardi), anche per effetto dell'aumento del prezzo del petrolio; la parte residuale (connessa con i consumi interni e le importazioni dai paesi della UE) è cresciuta del 7,5 per cento (6,9 miliardi), tasso ampiamente superiore a quello registrato dai consumi delle famiglie (4,2 per cento). Nell'ultima parte dell'anno il gettito ha risentito, da un lato, degli effetti di riduzione (valutati ufficialmente in circa 1,5 miliardi) derivanti dalla sentenza della CGE e, dall'altro, degli effetti dei provvedimenti di contrasto all'evasione e all'elusione disposti con il decreto del luglio del 2006. Il gettito delle altre tasse e imposte sugli affari è stato sostenuto dai provvedimenti disposti con il medesimo decreto. Le imposte di fabbricazione sugli olii minerali sono rimaste pressoché invariate in termini nominali, risentendo della riduzione del consumo dei prodotti petroliferi. Gli incassi delle imposte sul gas metano hanno registrato una flessione del 4,1 per cento (0,2 miliardi). L'imposta sul consumo di tabacchi è cresciuta del 9,8 per cento (0,8 miliardi); vi hanno influito gli aumenti dei prezzi di molte marche di sigarette.

I contributi sociali. – I contributi sociali effettivi sono saliti del 4,7 per cento. Tutte le componenti hanno evidenziato una crescita più accentuata di quella stimabile tenendo conto della dinamica delle basi imponibili e delle modifiche normative. Parte

del divario nel settore privato potrebbe riflettere la riduzione delle aree di evasione, in relazione anche ai provvedimenti per la regolarizzazione dei rapporti di lavoro.

I contributi versati dai lavoratori dipendenti sono saliti del 5,4 per cento, a fronte di una dinamica delle retribuzioni lorde del 4,8 per cento. I contributi a carico dei datori di lavoro del settore privato sono aumentati del 3,5 per cento, a fronte di una crescita delle retribuzioni in tale settore del 5,2 per cento; la riduzione di un punto percentuale dell'aliquota contributiva avrebbe dovuto comportare, a parità di altre condizioni, un divario maggiore tra le due dinamiche. I contributi versati dalle Amministrazioni pubbliche sono aumentati del 4,4 per cento, contro un incremento delle retribuzioni del 4,0. I contributi pagati dai lavoratori autonomi sono cresciuti del 10,3 per cento; l'incremento è solo in parte riconducibile all'aumento di 0,2 punti dell'aliquota contributiva – i cui effetti sul tasso di crescita dei contributi sono valutabili in poco più di un punto percentuale – e alla variazione della base imponibile, stimabile in meno di 3 punti percentuali, sulla base della crescita del valore aggiunto nel settore dei servizi.

Le spese nel 2006

Le spese delle Amministrazioni pubbliche sono passate dal 48,6 per cento del PIL nel 2005 al 50,5 (tav. 11.4). Escludendo gli oneri straordinari derivanti dalla sentenza della CGE in materia di IVA e quelli dovuti alla cancellazione dei crediti verso la TAV, la loro incidenza sul prodotto è rimasta al 48,6 per cento (716,6 miliardi). La spesa primaria corrente è aumentata del 3,6 per cento, in rapporto al PIL è scesa dal 40,0 al 39,9 per cento; è stata contenuta dal calo dei consumi intermedi. È aumentato, per la prima volta dal 1995, il peso della spesa per interessi sul PIL (dal 4,5 al 4,6 per cento). Le erogazioni in conto capitale sono diminuite, in rapporto al prodotto, dal 4,3 al 4,2 per cento, al netto dei proventi delle dismissioni immobiliari e degli oneri straordinari sopra menzionati.

Tavola 11.4

Spese delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)

VOCI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Redditi da lavoro dipendente	11,5	10,6	10,6	10,4	10,5	10,6	10,8	10,8	11,0	11,0
Consumi intermedi	4,8	4,9	5,0	5,0	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,3
Prestazioni sociali in natura acquisite sul mercato	2,0	2,0	2,1	2,3	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8	2,8
Prestazioni sociali in denaro	17,0	16,7	16,9	16,4	16,2	16,5	16,8	16,9	17,0	17,1
Interessi	9,3	7,9	6,6	6,3	6,3	5,5	5,1	4,7	4,5	4,6
Altre spese correnti	2,5	3,2	3,1	3,1	3,2	3,3	3,6	3,6	3,6	3,6
Totale spese correnti	**47,0**	**45,2**	**44,2**	**43,6**	**43,9**	**43,8**	**44,2**	**44,1**	**44,5**	**44,5**
Investimenti fissi lordi (2)	2,2	2,3	2,4	2,3	2,4	1,7	2,5	2,4	2,3	2,3
Altre spese in conto capitale (3)	1,2	1,4	1,5	1,4	1,8	1,9	1,9	1,5	1,7	3,7
Totale spese in conto capitale (2) (3)	**3,4**	**3,8**	**3,9**	**3,7**	**4,2**	**3,6**	**4,3**	**3,9**	**4,1**	**6,0**
Totale spese (2) (3)	**50,3**	**49,0**	**48,1**	**47,4**	**48,1**	**47,4**	**48,6**	**48,0**	**48,6**	**50,5**
di cui: *spese al netto degli interessi* (2) (3)	*41,1*	*41,1*	*41,5*	*41,0*	*41,8*	*41,9*	*43,4*	*43,3*	*44,1*	*46,0*

Fonte: elaborazioni su dati Istat.
(1) Eventuali mancate quadrature sono dovute all'arrotondamento delle cifre decimali. – (2) In questa voce sono registrati, con il segno negativo, i proventi della cessione di beni del patrimonio pubblico. – (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".

Le prestazioni sociali in denaro. – Le prestazioni sociali in denaro sono cresciute del 4,4 per cento, dal 17,0 al 17,1 per cento del PIL. La spesa per pensioni e rendite è aumentata del 3,7 per cento, rimanendo pressochè stabile in rapporto al prodotto (15,4 per cento).

L'adeguamento automatico delle prestazioni pensionistiche alla dinamica dei prezzi è stato pari all'1,9 per cento, come nel 2005. L'aumento del numero dei trattamenti pensionistici erogati dalle principali gestioni INPS (lavoratori dipendenti, artigiani, commercianti, coltivatori diretti) è stimabile nello 0,5 per cento circa; nel 2005 era stato quasi nullo.

Nel 2006 è proseguito l'inasprimento dei requisiti per il pensionamento di anzianità: per i lavoratori con meno di 57 anni d'età, il numero minimo di anni di contribuzione è aumentato da 38 a 39. L'uscita dalle forze di lavoro è massima in corrispondenza dei requisiti minimi di pensione; essa avviene in media intorno ai 60 anni. L'età di uscita è di 61 anni in Germania, di 62 nel Regno Unito, di oltre 65 negli Stati Uniti. Anche in questi paesi sono stati introdotti provvedimenti volti ad aumentare gradualmente tale età. La speranza di vita delle donne e degli uomini di 60 anni è, in Italia, rispettivamente, di 25 e 21 anni; nell'ultimo ventennio essa è aumentata di oltre tre anni per entrambi i sessi. Quasi un terzo della spesa per pensioni di anzianità e vecchiaia è erogato in favore di persone con meno di 65 anni.

Le altre prestazioni sociali in denaro sono cresciute del 9,9 per cento (2,2 nel 2005), riflettendo l'aumento delle erogazioni per le liquidazioni per fine rapporto di lavoro dei dipendenti pubblici (22,2 per cento) dovuto all'alto numero di pensionamenti a fine 2005 e nel corso del 2006. La spesa per sussidi di disoccupazione e assegni di integrazione al reddito è cresciuta del 6,8 per cento, anche a seguito delle maggiori risorse destinate agli ammortizzatori sociali dalla legge finanziaria per il 2006.

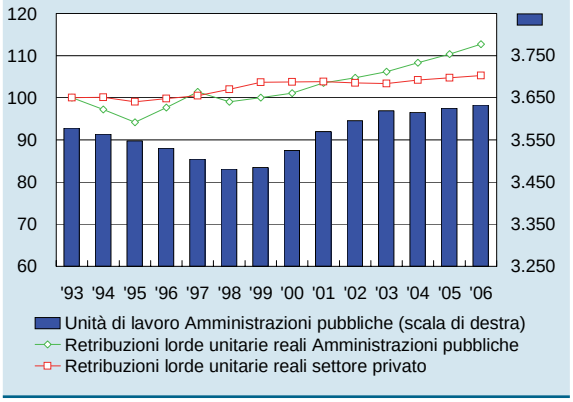
I redditi da lavoro dipendente. – La spesa per redditi da lavoro dipendente è aumentata del 4,1 per cento (4,5 nel 2005), riflettendo la crescita dei redditi unitari; il numero dei dipendenti pubblici è rimasto pressocché invariato.

Nel 2006 si è sostanzialmente conclusa la tornata contrattuale relativa al biennio 2004-05. Le leggi finanziarie per il 2004, per il 2005 e per il 2006 avevano stanziato risorse coerenti con un aumento delle retribuzioni medie pari al 5,0 per cento nel biennio. I principali rinnovi stipulati nell'anno sono stati quelli relativi al Servizio sanitario nazionale (per circa 140 mila dirigenti e 540 mila non dirigenti) e alle Amministrazioni locali (circa 560 mila unità).

Tra il 1993 e il 2001 le retribuzioni lorde unitarie sono cresciute a un tasso medio annuo analogo in termini reali a quello delle retribuzioni del settore privato (circa lo 0,4 per cento); nel seguente quinquennio l'incremento nel pubblico impiego è stato notevolmente superiore (circa l'1,8 per cento contro lo 0,3 del settore privato; fig. 11.4). Le unità di lavoro delle Amministrazioni pubbliche sono diminuite del 2,7 per cento tra il 1993 e il 1998, per poi aumentare di oltre il 4 per cento tra il 1998 e il 2006.

Figura 11.4

Retribuzioni e occupazione nelle Amministrazioni pubbliche
(anno base 1993=100; migliaia di unità)



Fonte: elaborazioni su dati Istat.

Dal 1993 la maggior parte dei lavoratori del pubblico impiego è soggetta a un regime di contrattazione analogo a quello del settore privato. I contratti collettivi hanno durata biennale (la componente normativa ha invece durata quadriennale) e sono

distinti in due livelli contrattuali: a livello nazionale si stabiliscono incrementi salariali coerenti con il tasso di inflazione programmato; a livello decentrato si attribuiscono ulteriori risorse connesse con gli incrementi di produttività. Le risorse da destinarsi alla contrattazione (sia a livello centrale sia decentrato) vengono stabilite dalla legge finanziaria (le amministrazioni non statali, entro certi limiti, possono stanziare ulteriori fondi a carico dei propri bilanci). A differenza di quanto avviene in altri paesi, l'adeguamento degli stipendi dei dipendenti pubblici non si basa su confronti sistematici con i livelli retributivi dei dipendenti privati che svolgono mansioni comparabili e su un'analisi delle specifiche condizioni di mercato.

Altre voci della spesa primaria corrente. – La spesa per consumi intermedi è scesa dello 0,8 per cento (nel 2005 era aumentata del 5,0 per cento). La riduzione è attribuibile al comparto delle Amministrazioni centrali e a quello dei Comuni, sulle cui erogazioni hanno influito i vincoli imposti con la manovra di bilancio per il 2006.

Nell'ultimo decennio, i consumi intermedi sono cresciuti in media del 2,5 per cento annuo in termini reali. A fronte della stazionarietà dei consumi intermedi delle Amministrazioni centrali, quelli delle Amministrazioni locali sono cresciuti del 3,6 per cento all'anno.

Le prestazioni sociali in natura sono cresciute del 3,4 per cento, a fronte del 5,6 nel 2005. Il rallentamento è attribuibile alla riduzione delle spese per l'assistenza medico-generica, sulle quali nel 2005 aveva influito il rinnovo delle convenzioni, che ha più che compensato l'accelerazione della spesa farmaceutica.

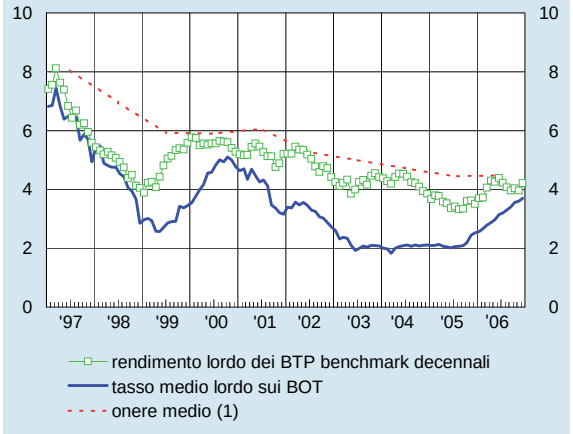
La sanità. – Le prestazioni sanitarie incluse fra le spese delle Amministrazioni pubbliche sono aumentate del 5,7 per cento (a 94,7 miliardi), a fronte del 6,4 per cento nel 2005.

Esse comprendono circa il 90 per cento delle prestazioni sociali in natura e quote inferiori dei consumi intermedi e dei redditi da lavoro dipendente delle Amministrazioni pubbliche. Le prestazioni sociali in natura della sola sanità (due quinti della spesa della sanità) sono cresciute del 3,6 per cento (6,1 nel 2005); tra queste, la spesa farmaceutica è cresciuta del 4,1 per cento (a fronte di una riduzione nel 2005), nonostante i numerosi provvedimenti sui prezzi dei farmaci adottati nel corso dell'anno. I redditi da lavoro dipendente (oltre un terzo della spesa della sanità) sono cresciuti del 7,6 per cento (4,1 nel 2005), risentendo dei rinnovi contrattuali. I consumi intermedi (oltre un quinto della spesa) sono cresciuti del 6,4 per cento (10,6 nel 2005), sospinti dall'assistenza ospedaliera diretta.

Gli interessi passivi. – La spesa per interessi passivi è cresciuta del 5,2 per cento (-2,3 per cento nel 2005); essa è stata contenuta dagli introiti netti delle operazioni di swap per 0,6 miliardi (2,4 nel 2005). Escludendo gli effetti di tali operazioni, l'onere medio del debito è passato dal 4,4 al 4,3 per cento: il venire a scadenza di titoli a medio e a lungo termine con cedole elevate ha più che compensato l'aumento dei tassi all'emissione (fig. 11.5).

Figura 11.5

Rendimento lordo dei BTP decennali, tasso medio lordo sui BOT e onere medio del debito
(valori percentuali)



(1) L'onere medio del debito è determinato dal rapporto fra la spesa per interessi e la consistenza media del debito durante l'anno.

Alla fine del 2006 la quota dei titoli a breve termine sul totale era pari al 9,5 per cento (9,4 a fine 2005), quella dei titoli a tasso variabile era del 14,7 per cento (15,9 alla fine del 2005). Assumendo l'attuale composizione per scadenza del debito pubblico, si può stimare che un aumento all'inizio dell'anno di un punto dei tassi comporta una spesa aggiuntiva pari a 0,2 punti del PIL nel medesimo anno, e di ulteriori 0,3 e 0,1 punti percentuali rispettivamente nel secondo e nel terzo anno.

Il differenziale di rendimento tra i titoli decennali del debito pubblico italiani e quelli tedeschi è sceso nel corso degli anni ottanta da 7,1 a 1,9 punti percentuali; è ulteriormente diminuito negli anni novanta, raggiungendo nel dicembre del 1998, alla vigilia dell'Unione economica e monetaria, un livello pari a 0,1 punti percentuali. Nel periodo successivo all'avvio della UEM, la tendenza alla contrazione del differenziale si è interrotta. Attualmente esso risulta pari a 0,2 punti percentuali.

Le spese in conto capitale. – Escludendo i proventi delle dismissioni immobiliari (1,4 miliardi a fronte di 3,2 nel 2005), gli oneri della citata sentenza della CGE (16,0 miliardi) e quelli dovuti alla cancellazione dei crediti dello Stato verso la TAV (13,0 miliardi), le erogazioni in conto capitale sono aumentate dello 0,4 per cento, a 61,4 miliardi. La spesa per investimenti si è ridotta per il secondo anno consecutivo (-3,4 per cento nel 2006, -2,9 nel 2005); la riduzione riguarda interamente le Amministrazioni centrali. I contributi agli investimenti sono diminuiti dello 0,2 per cento, dopo essere aumentati dell'11,5 nel 2005.

Le Amministrazioni locali

Dal 2003 al 2006 l'incidenza sul PIL delle entrate proprie delle Amministrazioni locali (calcolate escludendo i trasferimenti da enti pubblici, gli aiuti internazionali e i contributi agli investimenti) è rimasta sostanzialmente stabile all'8,3 per cento, riflettendo la sospensione della facoltà di aumentare le aliquote relative all'IRAP e alle addizionali all'Irpef; l'incidenza sul PIL delle spese è aumentata dal 14,9 al 15,7 per cento.

Nel 2006 nell'ambito delle Amministrazioni pubbliche il sottosettore delle Amministrazioni locali ha registrato un disavanzo pari all'1,1 per cento del PIL (0,8 per cento nel 2005); il peggioramento ha riflesso la riduzione dell'incidenza delle entrate (0,2 punti), interamente attribuibile ai trasferimenti da enti pubblici, e l'incremento di quella delle spese (0,1 punti).

I trasferimenti correnti da enti pubblici sono diminuiti dell'1,2 per cento (1,0 miliardi). Quelli destinati alle Regioni sono scesi del 3,3 per cento (1,9 miliardi); in questo ambito la compartecipazione al gettito dell'IVA è aumentata di 5,8 miliardi, in connessione con la ripartizione del fondo perequativo relativo agli anni 2002-04 previsto dal decreto legislativo del 18 febbraio 2000, n. 56, per il finanziamento della spesa sanitaria, a seguito dell'accordo del 19 ottobre 2006 tra lo Stato, le Regioni e le Province autonome. I contributi agli investimenti sono cresciuti dell'11,5 per cento; quelli provenienti da enti pubblici sono aumentati di 1,1 miliardi, quelli dall'estero di 0,3 miliardi.

Le entrate proprie sono aumentate del 3,6 per cento (4,2 miliardi). Sull'incremento del gettito tributario (3,7 per cento, 3,4 miliardi) ha influito la forte crescita dell'IRAP, che ha beneficiato dell'innalzamento delle aliquote in alcune regioni, connesso con la copertura dei disavanzi sanitari.

Le entrate tributarie correnti delle Regioni sono cresciute del 4,8 per cento (3,2 miliardi; tav. 11.5). Il gettito dell'addizionale regionale all'Irpef, pari nel 2006 a 6,2 miliardi, ha registrato una riduzione del 3,6 per cento, anche per effetto degli sgravi concessi da alcune Regioni. Il gettito dell'IRAP è cresciuto dell'8,6 per cento (3,0 miliardi); la parte prelevata sul settore privato è aumentata del 9,3 per cento. Le entrate tributarie di Province e Comuni sono cresciute a tassi contenuti (rispettivamente 1,8 e 2,8 per cento). Il gettito delle imposte in conto capitale si è sostanzialmente azzerato nel 2006, diminuendo di 0,5 miliardi, per l'esaurirsi degli effetti del condono edilizio.

Tavola 11.5

Entrate correnti degli Enti territoriali (1)
(milioni di euro)

VOCI	2002	2003	2004	2005	2006
Imposte dirette	**21.058**	**23.370**	**24.558**	**23.912**	**24.085**
Regioni (2)	18.559	20.356	21.329	20.847	20.929
di cui: *addizionale all'Irpef*	*4.975*	*6.166*	*6.741*	*6.430*	*6.198*
tasse automobilistiche (famiglie)	*3.607*	*3.647*	*3.641*	*3.621*	....
Comuni	2.499	3.014	3.229	3.065	3.156
di cui: *addizionale all'Irpef*	*1.099*	*1.576*	*1.630*	*1.528*	*1.561*
ICI (aree edificabili)	*1.044*	*1.084*	*1.135*	*1.140*	....
Imposte indirette	**59.706**	**62.086**	**62.350**	**65.812**	**69.463**
Regioni (2)	42.571	44.018	43.360	46.514	49.669
di cui: *IRAP*	*31.132*	*32.097*	*31.690*	*34.587*	*37.561*
quota regionale accisa su benzina	*2.885*	*2.911*	*2.727*	*2.334*	*2.173*
tasse automobilistiche (imprese)	*852*	*864*	*868*	*861*	....
addizionale imposta gas metano	*418*	*521*	*494*	*490*	....
tributo speciale per deposito in discarica dei rifiuti	*251*	*231*	*235*	*233*	....
Province	3.719	3.922	4.143	4.194	4.269
di cui: *imposta sull'assicurazione RC auto*	*1.827*	*1.952*	*1.992*	*2.015*	....
imposta di trascrizione	*1.076*	*1.150*	*1.242*	*1.162*	....
Comuni	13.416	14.146	14.847	15.104	15.525
di cui: *ICI (al netto aree edificabili)*	*9.581*	*9.951*	*10.417*	*10.460*	....
imposta sulla pubblicità e diritti affissioni pubbliche	*303*	*382*	*398*	*402*	....
Trasferimenti da enti pubblici (consolidati)	**54.298**	**51.040**	**64.363**	**70.594**	**69.518**
Regioni	43.026	39.359	51.135	57.339	55.436
di cui: *compartecipazione all'IVA*	*28.370*	*30.328*	*34.492*	*35.447*	*41.275*
Province	2.712	3.147	3.192	3.372	3.372
Comuni	15.408	16.000	17.293	17.374	18.256
Altre entrate correnti	**17.524**	**19.001**	**21.291**	**21.291**	**21.974**
Regioni	4.038	4.697	5.776	5.116	5.195
Province	1.182	1.337	1.464	1.564	1.604
Comuni	12.304	12.967	14.051	14.611	15.175
TOTALE ENTRATE CORRENTI	**152.586**	**155.497**	**172.562**	**181.609**	**185.040**

Fonte: 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 urbani 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.

Le spese sono aumentate del 4,2 per cento, sospinte dai rinnovi contrattuali e dalle erogazioni connesse con la sanità. Le altre spese hanno risentito dei vincoli posti con il Patto di stabilità interno: i consumi intermedi non attribuibili al settore sanitario, in gran parte riguardanti i Comuni, sono diminuiti lievemente. Gli investimenti sono rimasti sostanzialmente stabili dopo la forte contrazione registrata nel 2005 (-4,9 per cento).

I servizi sanitari regionali. – Esistono forti disparità territoriali nei risultati di bilancio dei servizi sanitari regionali. Negli ultimi anni alcune Regioni sono riuscite a

mantenere una situazione di equilibrio finanziario; altre hanno registrato disavanzi che hanno successivamente ripianato, anche mediante il ricorso a finanziamenti aggiuntivi dallo Stato; sei Regioni (Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Molise e Sicilia) hanno accumulato disavanzi ancora da coprire, a cui corrispondono obbligazioni non assolte verso i fornitori. Il debito verso fornitori e altri, accumulato negli anni 2001-05, è stimato in circa 21,1 miliardi (cfr. Atto parlamentare C2534 del 2007), di cui poco meno dell'80 per cento riconducibile a Lazio e Campania. Anche nel 2006 si sono registrati disavanzi elevati con riferimento ad alcune Regioni; i risultati sono attualmente oggetto di verifica nell'ambito dei tavoli tecnici per la certificazione dei disavanzi sanitari ai quali partecipano Governo e Regioni.

Negli ultimi anni sono state introdotte norme volte a responsabilizzare gli amministratori locali nel controllo dei disavanzi sanitari e, contestualmente, sono state stanziate risorse aggiuntive per il ripiano dei disavanzi pregressi.

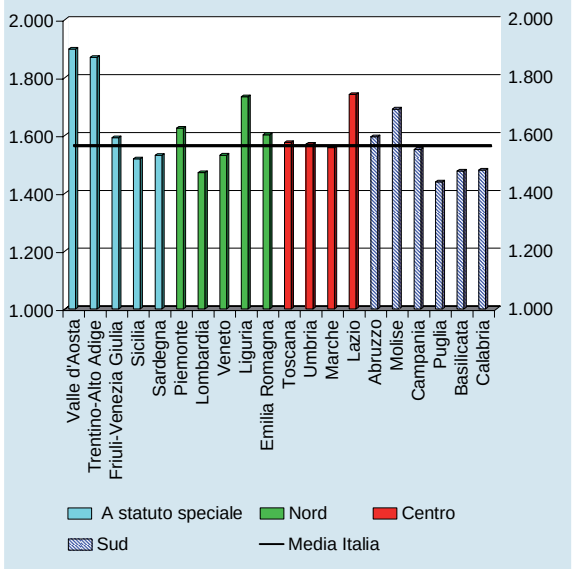
Nei confronti delle Regioni che presentano un disavanzo sanitario nell'ultimo anno è prevista una procedura di diffida da parte del Presidente del Consiglio dei ministri; qualora entro il 30 aprile una Regione diffidata non provveda ad adottare adeguati provvedimenti correttivi, il Presidente della Regione, in qualità di commissario ad acta, è tenuto ad approvare il bilancio e ad adottare le misure necessarie per il ripiano del disavanzo. Qualora entro il 31 maggio non siano presi gli opportuni provvedimenti, l'addizionale all'Irpef e le maggiorazioni dell'aliquota dell'IRAP sono applicate nella misura massima. Con riferimento ai risultati di esercizio del 2005, nove Regioni hanno ricevuto la diffida nei primi mesi del 2006. Tre di esse (Basilicata, Piemonte e Veneto) hanno provveduto ad adottare i provvedimenti necessari entro il 31 maggio. L'incremento automatico delle aliquote ha riguardato Abruzzo, Campania, Lazio, Liguria, Molise e Sicilia; la Liguria è stata successivamente esclusa perché ha attivato ulteriori misure di copertura entro il 30 giugno.

A partire dal 2005, il Governo ha stanziato risorse aggiuntive per il ripiano dei disavanzi pregressi delle Regioni: 2,0 miliardi relativi ai disavanzi 2001-03 nella finanziaria per il 2005 e ulteriori 2,0 miliardi per i disavanzi 2002-04 in quella per il 2006; la loro assegnazione è stata subordinata al rispetto di requisiti miranti a garantire l'equilibrio di bilancio. La legge finanziaria per il 2007 ha istituito un fondo transitorio di circa 2,6 miliardi (1,0 per il 2007, 0,9 per il 2008 e 0,7 per il 2009) da destinare alle Regioni con disavanzi elevati subordinatamente alla sottoscrizione di un apposito accordo che preveda un piano di rientro dei disavanzi e il pareggio di bilancio entro il 2010. Altro requisito per l'accesso alle risorse del fondo transitorio è che si sia già realizzato l'incremento delle aliquote fiscali ai valori massimi consentiti dalla normativa vigente. Inoltre, con il decreto legge del 20 marzo 2007, n. 23, il Governo ha autorizzato la spesa di ulteriori 3,0 miliardi per il ripiano dei disavanzi pregressi relativi al periodo 2001-05. Fino alla fine di aprile cinque Regioni (Lazio, Campania, Molise, Abruzzo e Liguria) hanno firmato il piano di rientro necessario per avere accesso alle risorse aggiuntive messe a disposizione dal Governo con la legge finanziaria per il 2007.

I dati dei conti economici delle ASL del 2006 segnalano il permanere di significative disparità territoriali nella spesa sanitaria, anche tra regioni con caratteristiche socio-economiche simili (fig. 11.6). Analisi settoriali confermano la presenza di margini di risparmio nella gestione della spesa.

Figura 11.6

Costi pro capite del SSN per Regione (1)



Fonte: *Relazione generale sulla situazione economica del Paese*, 2006.
(1) Dati corretti per tenere conto della mobilità interregionale.

Il fabbisogno e il debito nel 2006

Il fabbisogno. – Nel 2006 il fabbisogno complessivo è diminuito significativamente (tavv. 11.2 e 11.6); esso è stato pari a 54,5 miliardi (3,7 per cento del PIL), inferiore a quello del 2005 di 15,8 miliardi (1,2 punti percentuali). Le dismissioni mobiliari sono state sostanzialmente nulle; nel quinquennio precedente erano state pari in media a 0,5 punti percentuali del prodotto.

Tavola 11.6

Saldi e debito delle Amministrazioni pubbliche
(milioni di euro)

VOCI	2002	2003	2004	2005	2006
Indebitamento netto	37.085	46.614	48.066	59.523	65.504
Fabbisogno complessivo	37.713	40.111	49.675	70.293	54.535
Fabbisogno al netto di dismissioni mobiliari	39.664	56.976	57.991	74.911	54.574
Debito	1.367.184	1.392.401	1.443.407	1.511.210	1.575.447
Per memoria:					
Regolazione debiti pregressi (1)	5.328	8.537	529	1.864	243
Dismissioni mobiliari (introiti -) (1)	-1.951	-16.866	-8.316	-4.618	-38

Fonte: per l'indebitamento netto, Istat.
(1) Si fa riferimento agli importi relativi alle Amministrazioni centrali.

Il finanziamento del fabbisogno nel 2006 si è caratterizzato per il ritorno a emissioni nette di titoli a breve termine (dopo due anni in cui si erano effettuati rimborsi netti) e per il ricorso a rilevanti operazioni con la Cassa depositi e prestiti spa (CDP). In particolare, le emissioni nette di titoli sono state pari a 38,0 miliardi (di cui 4,9 a breve termine); i prestiti di istituzioni finanziarie monetarie, inclusa la CDP, hanno contribuito al finanziamento per 14,8 miliardi; l'impatto dei prestiti connessi con operazioni di cartolarizzazione è stato pari a 2,5 miliardi, in connessione con le cartolarizzazioni di crediti sanitari. Infine, nell'ambito della categoria monete e depositi (7,6 miliardi), la riduzione della raccolta postale (-5,0 miliardi) è stata più che compensata dall'aumento dei depositi detenuti presso la Tesoreria dello Stato da enti esterni alle Amministrazioni pubbliche (12,1 miliardi), principalmente da parte della CDP. Parte delle risorse reperite ha finanziato l'incremento delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (8,2 miliardi), destinato a precostituire i fondi necessari a effettuare i rimborsi IVA derivanti dalla sentenza della CGE.

Con riferimento alla composizione per sottosettori, il fabbisogno delle Amministrazioni centrali si è ridotto di 22,6 miliardi, a 36,1; il fabbisogno delle Amministrazioni locali è cresciuto di 5,4 miliardi, a 18,4. Su tali andamenti ha influito, per circa 3 miliardi, la sostituzione di mutui erogati dal Ministero dell'Economia e delle finanze (che non incidono sui dati consolidati tra i sottosettori delle Amministrazioni pubbliche) con prestiti della CDP. Il fabbisogno degli Enti di previdenza è stato sostanzialmente nullo a fronte di un avanzo di 1,4 miliardi nel 2005.

Escludendo gli effetti delle misure temporanee (pari a circa mezzo punto percentuale del prodotto a fronte di circa un punto e mezzo nel 2005), il fabbisogno si è collocato poco oltre il 4 per cento del prodotto; nel triennio precedente era stato superiore al 6 per cento. Il corrispondente saldo primario è tornato in avanzo dopo i significativi disavanzi del periodo 2003-05.

Il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto. – Il confronto tra il fabbisogno e l'indebitamento netto può consentire di individuare incoerenze nei dati sui conti

pubblici, come quelle che in anni recenti hanno portato a significative revisioni del disavanzo in alcuni paesi dell'area dell'euro. Dato che le diverse componenti del divario tra i due saldi possono assumere segno opposto e compensarsi nell'aggregato, occorre estendere i controlli di coerenza anche alle singole determinanti.

Nel 2006 il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari è risultato inferiore all'indebitamento netto, dello 0,7 per cento del PIL, per la prima volta dal 1992 (tav. 11.7). L'inversione del segno del divario tra i due saldi riflette l'inclusione nell'indebitamento netto degli oneri straordinari connessi con la sentenza della CGE e con la cancellazione dei crediti nei confronti della TAV, a cui non sono corrisposti pagamenti nell'anno. Escludendo tali oneri il divario continua a essere positivo, collocandosi all'1,2 per cento del prodotto, un valore lievemente superiore a quello registrato nel 2005 e doppio rispetto al valore medio del triennio 2002-04 (fig. 11.7).

Tavola 11.7

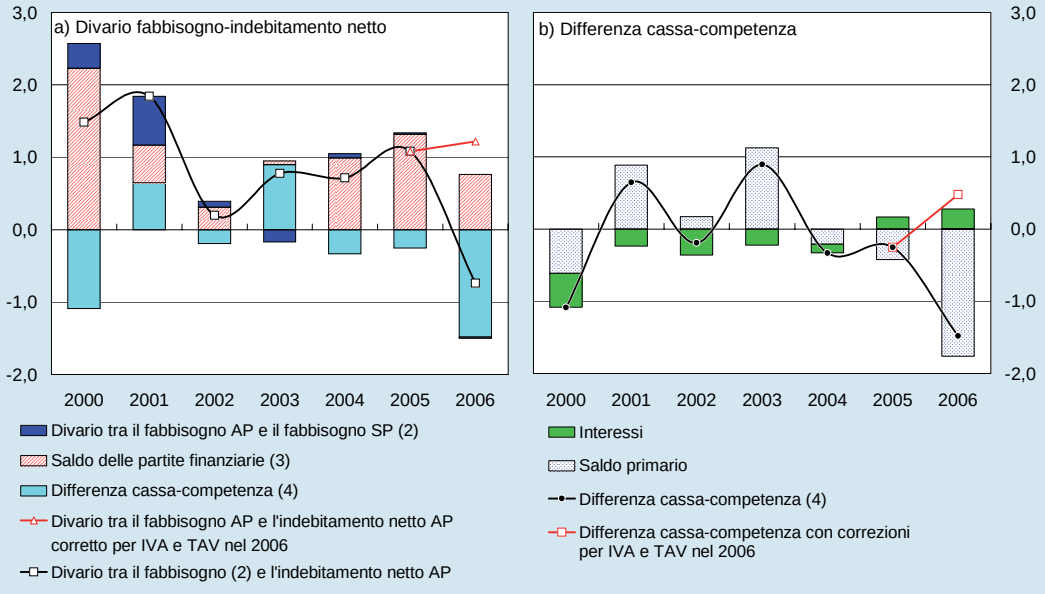
Raccordo tra l'indebitamento netto e la variazione del debito
(in percentuale del PIL)

	VOCI	1997	1998	1999	2000 (1)	2001	2002	2003	2004	2005	2006 (2)
(a)	**Indebitamento netto (Istat)**	**2,7**	**2,8**	**1,7**	**2,0**	**3,1**	**2,9**	**3,5**	**3,5**	**4,2**	**4,4**
(b)	Saldo delle partite finanziarie (3)	0,0	-0,1	0,6	2,2	0,5	0,3	0,1	1,0	1,3	0,8
(c)	Differenza cassa-competenza (4)	0,5	0,6	0,2	-1,1	0,6	-0,2	0,9	-0,3	-0,3	-1,5
	saldo primario	*0,9*	*1,2*	*0,3*	*-0,6*	*0,9*	*0,2*	*1,1*	*-0,2*	*-0,4*	*-1,8*
	interessi	*-0,4*	*-0,6*	*-0,1*	*-0,5*	*-0,2*	*-0,4*	*-0,2*	*-0,1*	*0,2*	*0,3*
(d)=(a)+(b)+(c)	**Fabbisogno del settore pubblico (MEF)**	**3,2**	**3,3**	**2,6**	**3,1**	**4,2**	**3,0**	**4,4**	**4,1**	**5,2**	**3,7**
(e)=(g)-(d)	Discrepanze Fabbisogno AP - Fabbisogno SP	-0,3	0,0	0,8	0,3	0,7	0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0
(g)	**Fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche al netto delle dismissioni mobiliari (BI)**	**2,9**	**3,3**	**3,4**	**3,5**	**4,9**	**3,1**	**4,3**	**4,2**	**5,3**	**3,7**
(h)	Dismissioni mobiliari (introiti -)	-1,0	-0,7	-2,0	-1,3	-0,4	-0,2	-1,3	-0,6	-0,3	0,0
(i)=(g)+(h)	**Fabbisogno complessivo (BI)**	**1,8**	**2,6**	**1,4**	**2,2**	**4,6**	**2,9**	**3,0**	**3,6**	**4,9**	**3,7**
(l)	Variazione dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia	0,1	-0,7	0,6	-0,8	0,2	0,0	-0,6	0,2	-0,1	0,6
(m)	Scarti di emissione	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,2	-1,9	-0,3	0,0	-0,2	0,2
(n)	Variazione del controvalore in euro di passività in valuta	0,5	0,0	0,6	0,1	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,1
(o)=(i)+(l)+(m)+(n)	**Variazione del debito (BI)**	**2,6**	**1,5**	**2,5**	**1,5**	**4,6**	**0,8**	**1,9**	**3,7**	**4,8**	**4,4**
(p)=(a)-(o)	Divario Indebitamento netto - Variazione del debito	0,1	1,3	-0,7	0,5	-1,5	2,1	1,6	-0,2	-0,6	0,1
(f)=(a)-(g)	*Divario Indebitamento netto - Fabbisogno AP*	*-0,2*	*-0,5*	*-1,6*	*-1,5*	*-1,8*	*-0,2*	*-0,8*	*-0,7*	*-1,1*	*0,7*
(q)=(g)-(o)	*Divario Fabbisogno AP - Variazione del debito*	*0,2*	*1,9*	*0,9*	*2,0*	*0,3*	*2,3*	*2,4*	*0,5*	*0,5*	*-0,7*

Fonte: per l'indebitamento netto e gli interessi passivi di competenza, Istat; per il fabbisogno del Settore pubblico (SP) e gli interessi passivi di cassa, Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF), Rtc e RUEFP, vari anni; per il fabbisogno e il debito delle Amministrazioni pubbliche, la variazione dei depositi attivi del Tesoro, gli scarti di emissione e la variazione del controvalore in euro di passività in valuta, Banca d'Italia; per il saldo delle partite finanziarie attive, per gli anni dal 1997 al 2002 elaborazioni su statistiche dei Conti finanziari, per gli anni dal 2003 al 2006 Istat comunicato stampa del 23 aprile 2007.
(1) I dati relativi al fabbisogno e all'indebitamento netto del 2000 escludono i proventi della vendita delle licenze UMTS. – (2) Dati provvisori. Al netto dei fattori straordinari, l'indebitamento netto nel 2006 è pari al 2,5 per cento, la differenza cassa-competenza a mezzo punto percentuale del PIL. – (3) Il saldo delle partite finanziarie include la variazione delle attività relative ai seguenti strumenti finanziari: monete e depositi, titoli e prestiti; non include la variazione dei depositi attivi del Tesoro e le dismissioni mobiliari. Un valore positivo indica un'acquisizione netta di attività finanziarie. – (4) La componente riconducibile alla differenza cassa-competenza del saldo primario è ottenuta a residuo.

Figura 11.7

Analisi del divario fra il fabbisogno e l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (1)
(in percentuale del PIL)



Fonte: cfr. la tavola 11.7.
(1) I dati relativi al fabbisogno e all'indebitamento netto del 2000 escludono i proventi della vendita delle licenze UMTS; per il 2006 i dati sono provvisori. – (2) Fabbisogno al netto delle dismissioni mobiliari. – (3) Il saldo delle partite finanziarie include la variazione delle attività relative ai seguenti strumenti finanziari: monete e depositi, titoli e prestiti; non include la variazione dei depositi attivi del Tesoro e le dismissioni mobiliari. Un valore positivo indica un'acquisizione netta di attività finanziarie. – (4) La componente riconducibile alla differenza cassa-competenza del saldo primario è ottenuta a residuo.

L'andamento del divario può essere analizzato con riferimento alle sue tre componenti: il saldo delle partite finanziarie attive (cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Fabbisogno); la differenza cassa-competenza; le discrepanze statistiche.

Queste ultime sono riconducibili alle diverse modalità di rilevazione del fabbisogno utilizzate dalla Banca d'Italia e dal Ministero dell'Economia e delle finanze: la prima calcola il fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche dal lato della copertura, ossia con riferimento alle forme di finanziamento del disavanzo, il secondo determina il fabbisogno del Settore pubblico dal lato della formazione, cioè come differenza fra le entrate e le uscite. Negli ultimi anni le discrepanze statistiche sono state di entità trascurabile.

La componente principale del divario è stata negli ultimi anni quella relativa al saldo delle partite finanziarie attive. Tale saldo misura l'acquisizione netta di attività finanziarie con l'esclusione delle variazioni dei depositi attivi del Tesoro presso la Banca d'Italia e delle dismissioni mobiliari. Nel 2006 il saldo delle partite finanziarie è stato pari allo 0,8 per cento del PIL, inferiore rispetto al 2005 (1,3 per cento) e al valore medio registrato negli anni 1999-2004 (1,1 per cento, escludendo per il 2003 gli effetti della trasformazione della CDP). Nel triennio 2003-05 l'accumularsi di crediti nei confronti delle Ferrovie connessi con il finanziamento della TAV aveva contribuito a mantenere elevato il saldo delle partite finanziarie.

Escludendo gli effetti della sentenza della CGE in materia di IVA e della cancellazione dei crediti vantati dallo Stato nei confronti della società TAV, nel 2006 la differenza cassa-competenza è stata pari allo 0,5 per cento del PIL. Vi hanno influito la

registrazione nel conto di competenza di contributi sociali superiori a quelli effettivamente incassati e l'esclusione degli arretrati relativi al pubblico impiego, che riguardano i contratti perfezionati nel 2005 imputati a tale anno in termini di competenza. Anche la spesa per interessi è risultata più elevata nei conti di cassa a causa di significativi rimborsi nell'anno di buoni postali, sui quali gli interessi maturati sono pagati al rimborso. La differenza cassa-competenza era stata negativa nel 2005 (-0,3 per cento) e sostanzialmente nulla in media nel periodo 1999-2004.

Il debito. – Nel 2006 l'incidenza sul prodotto del debito pubblico è aumentata per il secondo anno consecutivo, raggiungendo il 106,8 per cento. L'incremento è stato pari a 0,6 punti percentuali del PIL, a fronte di 2,4 nel 2005; sulla decelerazione ha influito la più elevata crescita del prodotto (cfr. il riquadro: *Il debito delle Amministrazioni pubbliche* in *Bollettino economico*, n. 48, 2007, p. 33). Se si esclude il debito necessario a finanziare l'aumento delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia, volto a far fronte in futuro ai rimborsi IVA connessi con la sentenza della CGE, il rapporto tra il debito e il prodotto sarebbe rimasto stabile.

Il debito include, al valore nominale, i buoni postali emessi fino all'aprile del 2001 che sono stati assegnati al Ministero dell'Economia e delle finanze in occasione della trasformazione in società per azioni della CDP, avvenuta nel 2003 (39,6 miliardi). Il valore di rimborso di tali titoli è pari a 104,9 miliardi.

L'aumento del debito è stato pari a 64,2 miliardi (67,8 nel 2005). Oltre al fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche (54,5 miliardi nel 2006, 70,3 nel 2005) e all'incremento delle attività del Tesoro presso la Banca d'Italia (8,2 miliardi, -1,2 nel 2005), vi ha influito l'emissione di titoli sotto la pari (2,3 miliardi, -2,4 nel 2005). L'apprezzamento dell'euro ha invece ridotto il controvalore delle passività denominate in valuta di 0,8 miliardi (lo aveva aumentato di 1,1 nel 2005).

Nel 2006 l'incidenza sul prodotto del debito delle Amministrazioni locali è cresciuta di 1,0 punti percentuali, collocandosi al 7,3 per cento, confermando la tendenza degli ultimi anni (tav. 11.8).

Tavola 11.8

Composizione per sottosettori del debito pubblico
(in percentuale del PIL)

VOCI	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Amministrazioni pubbliche	**118,1**	**114,9**	**113,7**	**109,1**	**108,7**	**105,6**	**104,3**	**103,8**	**106,2**	**106,8**
Amministrazioni centrali	*115,6*	*112,4*	*110,4*	*105,4*	*104,7*	*101,5*	*98,7*	*98,2*	*99,9*	*99,4*
Amministrazioni locali	*2,4*	*2,4*	*2,9*	*3,3*	*3,3*	*3,6*	*5,3*	*5,5*	*6,3*	*7,3*
Enti di previdenza	*0,0*	*0,0*	*0,4*	*0,5*	*0,6*	*0,4*	*0,2*	*0,1*	*0,0*	*0,0*

All'aumento del debito delle Amministrazioni locali ha contribuito, per circa 3 miliardi, la sostituzione di mutui erogati a tali enti dal Ministero dell'Economia e delle finanze con prestiti della CDP. Le passività finanziarie delle Regioni sono salite dal 2,4 al 3,1 per cento del PIL, quelle dei Comuni dal 2,9 al 3,1 per cento. Le Regioni hanno fatto ampio ricorso a operazioni di cartolarizzazione di crediti di soggetti privati nei confronti di enti del settore sanitario. Alla fine del 2006 i debiti derivanti da tali operazioni erano pari a 5,5 miliardi (2,8 alla fine del 2005).

L'incremento del debito è stato significativo in tutte le aree del Paese. In rapporto al PIL delle rispettive aree geografiche, l'incidenza del debito è salita di circa 1,4 punti percentuali nel Centro (al 10,5 per cento) e di circa un punto nel Mezzogiorno e nel Nord Ovest (rispettivamente all'8,5 e al 6,0 per cento). Nel Nord Est l'incremento è stato pari a 0,5 punti (al 5,0 per cento del PIL).

La politica di bilancio per il 2007

Previsioni e obiettivi. – Il DPEF del luglio dello scorso anno stimava il valore tendenziale dell'indebitamento netto del 2007 al 4,1 per cento del PIL, sostanzialmente stabile rispetto al livello allora previsto per il 2006. L'avanzo primario tendenziale era indicato pari allo 0,8 per cento, in aumento di 0,3 punti rispetto alla previsione per l'anno precedente (tav. 11.9). Le stime scontavano gli effetti della manovra correttiva di giugno (mezzo punto percentuale del PIL).

Il Documento fissava l'obiettivo per l'indebitamento netto al 2,8 per cento del prodotto (2,1 per l'avanzo primario; fig. 11.8), programmando una correzione di 1,3 punti percentuali. L'incidenza del debito sul PIL era indicata in riduzione di 0,2 punti. La crescita del prodotto era stimata nell'1,2 per cento.

La RPP del successivo mese di settembre ribadiva l'obiettivo di indebitamento netto. Il buon andamento delle entrate nel 2006 e il miglioramento delle prospettive di crescita consentivano di ridurre all'un per cento del PIL l'entità della manovra correttiva. Nello scorso mese di dicembre, l'aggiornamento del *Programma di stabilità* confermava le previsioni macroeconomiche e l'obiettivo di indebitamento della RPP.

Tavola 11.9

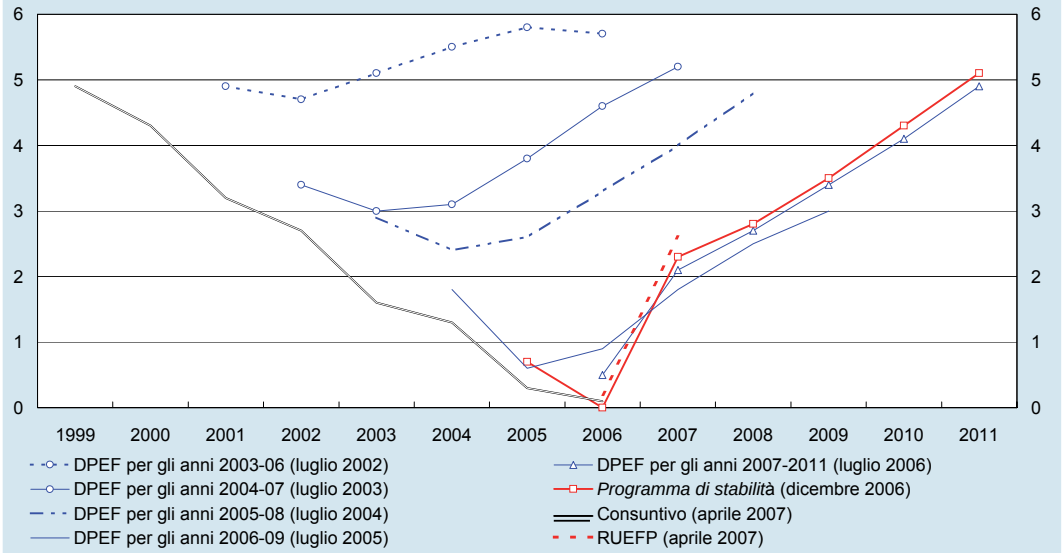
Obiettivi e stime dei conti pubblici per l'anno 2007
(miliardi di euro)

VOCI	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 2006)	61,4	11,8	73,1	....	1,5	1.513,9
in percentuale del PIL	*4,1*	*0,8*	*4,8*	*108,5*		
RUEFP (marzo 2007)	34,6	39,4	74,0	....	2,0	1.534,2
in percentuale del PIL	*2,3*	*2,6*	*4,8*	*105,4*		
Obiettivi						
DPEF (luglio 2006)	....	....	....	....	1,2	1.508,4
in percentuale del PIL	*2,8*	*2,1*	*4,8*	*107,5*		
RPP (settembre e novembre 2006)	42,1	30,7	72,8	....	1,3	1.510,2
in percentuale del PIL	*2,8*	*2,0*	*4,8*	*106,9*		
Programma di stabilità (dicembre 2006) (1)	....	....	....	....	1,3	....
in percentuale del PIL	*2,8*	*2,3*	*5,0*	*106,9*		

(1) I valori relativi alla spesa per interessi e all'avanzo primario non sono direttamente confrontabili con quelli indicati negli altri documenti programmatici dell'anno poichè sono calcolati al lordo dei SIFIM e al netto degli effetti delle operazioni di swap e forward rate agreement.

Figura 11.8

Avanzo primario: obiettivi e consuntivo
(in percentuale del PIL)



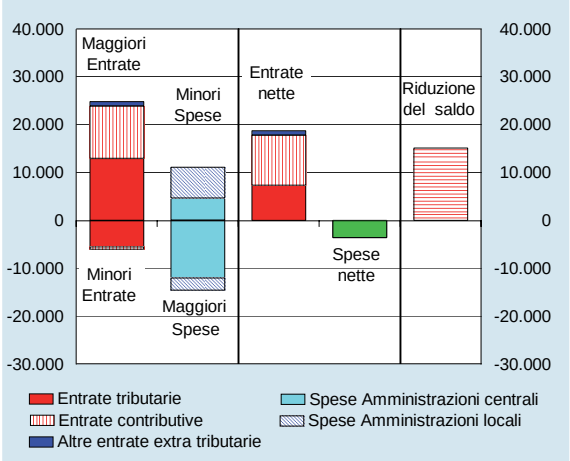
Nella stima tendenziale delle entrate non veniva inclusa la perdita di gettito dovuta alla sentenza della CGE in materia di detraibilità dell'IVA. Tale perdita di gettito (stimata in 5,3 miliardi) veniva invece conteggiata nell'ambito della manovra correttiva in cui erano incluse anche apposite misure compensative.

La manovra di bilancio. – La manovra approvata dal Parlamento alla fine del 2006 mira a reperire risorse in misura pari al 2,3 per cento del PIL, oltre il doppio di quanto necessario per la correzione programmata nella RPP; l'eccedenza finanzia interventi per lo sviluppo e per altre finalità (fig. 11.9; cfr. il riquadro: *La manovra di bilancio per il 2007* in *Bollettino Economico* n. 47, 2006 e n. 48, 2007, p. 34). Nel marzo scorso il Consiglio della UE ha valutato la manovra coerente con il rientro dalla situazione di disavanzo eccessivo nel 2007.

La correzione del disavanzo è ottenuta attraverso un forte aumento delle entrate (1,2 per cento del PIL) che compensa un limitato incremento di spesa, effetto netto di maggiori erogazioni delle Amministrazioni centrali e di risparmi di quelle locali. Peraltro, queste ultime potrebbero conseguire gli obiettivi di bilancio posti dalla legge finanziaria anche aumentando le entrate.

Figura 11.9

Manovra di bilancio per il 2007: composizione ed effetti sull'indebitamento netto (1)
(milioni di euro)



(1) Un valore positivo (negativo) implica un effetto in riduzione (aumento) dell'indebitamento netto.

Per coinvolgere le Amministrazioni locali nel perseguimento degli obiettivi di finanza pubblica – rispettando la loro autonomia – la legge finanziaria ha modificato il Patto di stabilità interno, spostando l'enfasi dal controllo della spesa al rispetto di un vincolo sul saldo di bilancio.

All'aumento delle entrate contribuisce per quasi un terzo il trasferimento all'INPS dei contributi per il TFR non destinati a fondi pensione dai dipendenti di aziende con più di cinquanta addetti. A fronte di tali entrate, le finanze pubbliche sosterranno gli oneri per le compensazioni previste per le imprese in connessione con il maggior costo delle forme di finanziamento alternative al TFR; a questi si aggiungerà la restituzione delle quote di TFR con la relativa rivalutazione, attualmente pari a circa il 3 per cento annuo. L'entrata in vigore della norma è contestuale all'introduzione, anticipata al 2007, del meccanismo del silenzio-assenso per la destinazione alla previdenza complementare delle quote maturande del TFR.

Le stime più recenti. – Lo scorso marzo il Governo ha aggiornato le stime dei conti pubblici, tenendo conto dei risultati del 2006 e del più favorevole quadro macroeconomico. Nella RUEFP l'indebitamento netto e l'avanzo primario del 2007 sono valutati nel 2,3 e nel 2,6 per cento del PIL contro, rispettivamente, il 2,5 e il 2,1 del 2006 (al netto degli oneri contabilizzati in tale anno per la cancellazione dei crediti verso la TAV e per la sentenza della CGE in materia di IVA).

Rispetto al 2006, l'incidenza delle entrate sul prodotto salirebbe di 0,4 punti percentuali, raggiungendo il 46,5 per cento, livello non distante dal massimo registrato nel 1997. Il rapporto tra le spese primarie correnti e il PIL diminuirebbe di due decimi di punto percentuale, al 39,7 per cento, rimanendo sui livelli più elevati degli ultimi sessanta anni. Le spese in conto capitale salirebbero dal 4,1 al 4,2 per cento del prodotto (al netto delle citate contabilizzazioni straordinarie del 2006).

La previsione delle entrate sembra scontare il venir meno di una parte del maggior gettito registrato nel 2006 rispetto alle stime della RPP del settembre dello stesso anno (pari allo 0,7 per cento del PIL). Inoltre, nella previsione non sono inclusi gli incrementi di gettito connessi con il riordino della tassazione dei redditi delle attività finanziarie previsto dalla legge delega collegata alla manovra di bilancio.

Peraltro, come sottolineato nella RUEFP, le esigenze finanziarie di alcune imprese pubbliche potrebbero eccedere le attuali previsioni. Inoltre, la quantificazione degli effetti di alcuni provvedimenti inclusi nella manovra (soprattutto quelli relativi al TFR e al contrasto all'evasione e all'elusione fiscale) è soggetta a un grado di incertezza non trascurabile. L'esperienza dello scorso anno mostra le difficoltà che caratterizzano le previsioni di finanza pubblica.

Episodi passati, in particolare quelli verificatisi all'inizio di questo decennio in Italia e in altri paesi europei, suggeriscono di posporre le decisioni sull'utilizzo di entrate superiori alle attese al momento in cui sia dissipata l'incertezza sulla natura, strutturale o meno, del maggior gettito. La distanza che ancora separa il bilancio pubblico dall'obiettivo del pareggio suggerisce di utilizzare tali entrate per la riduzione del disavanzo.

La RUEFP prevede una significativa riduzione del fabbisogno del settore pubblico: dal 3,7 per cento del PIL del 2006 al 2,5 per cento nel 2007. Si azzererebbe il divario tra il fabbisogno e l'indebitamento netto (pari a circa un punto percentuale

del prodotto nella media degli ultimi anni; cfr. il paragrafo: *Il fabbisogno e il debito nel 2006*). Ne seguirebbe una riduzione di oltre un punto percentuale dell'incidenza del debito pubblico sul prodotto anche in assenza di dismissioni mobiliari.

I programmi e le prospettive per il medio periodo

Invecchiamento della popolazione, obiettivi di medio termine e dinamica del debito. – Il rapido conseguimento del pareggio di bilancio, previsto per il 2011 nel *Programma di stabilità*, è essenziale per far diminuire significativamente il debito in modo da creare per tempo margini adeguati a far fronte ai costi derivanti dall'invecchiamento della popolazione.

Secondo le stime dell'Istat il rapporto tra ultrasessantenni e popolazione in età da lavoro, pari al 42,3 per cento nel 2005, raggiungerebbe il 52,7 nel 2020 e l'82,8 nel 2040; crescerebbe ulteriormente negli anni successivi. Nelle stime della Ragioneria generale dello Stato l'incidenza sul PIL delle spese che risentono dell'invecchiamento della popolazione rimane sostanzialmente invariata fino al 2020; sale successivamente. L'aumento tra il 2005 e il 2040 ammonta a 2,9 punti percentuali. Alle maggiori spese per pensioni (1,7 punti) e per la sanità e l'assistenza di lunga durata (1,8 punti) si contrappongono risparmi nel settore dell'istruzione. È verosimile che, in assenza di interventi, le voci di spesa considerate registrino aumenti più ampi e più vicini nel tempo.

Le previsioni concernenti la sanità considerano solo le implicazioni dei cambiamenti demografici; non valutano gli effetti di altri fattori, quali l'aumento del costo dei trattamenti, che hanno accresciuto significativamente la spesa negli ultimi decenni in tutti i paesi industriali. Le stime relative alle pensioni scontano gli effetti della legislazione vigente, che include l'aggiornamento decennale dei coefficienti di trasformazione del montante in rendita e l'inasprimento dei requisiti minimi per il pensionamento disposto dalla legge n. 243 del 2004; esse indicano una forte flessione del rapporto tra la prestazione media e il PIL pro capite. Con riferimento alle cure di lunga durata, i mutamenti delle strutture familiari e l'aumento dell'occupazione femminile potranno accrescere la domanda di assistenza rivolta al settore pubblico. Per l'istruzione si ipotizza che al calo della popolazione in età scolare corrisponda una proporzionale diminuzione degli insegnanti che in passato, in circostanze analoghe, non si è verificata. Anche il quadro macroeconomico, che assume una significativa accelerazione della produttività del lavoro, potrebbe rivelarsi meno favorevole. Infine, come accaduto nel recente passato, le proiezioni demografiche potrebbero sottostimare l'aumento dell'aspettativa di vita.

L'aggiornamento dei coefficienti di trasformazione consente di tenere conto – peraltro con un notevole ritardo – dell'evoluzione dell'aspettativa di vita ed è essenziale per mantenere l'equilibrio di lungo periodo tra spese ed entrate del sistema pensionistico. Quando la longevità attesa aumenta, la modifica dei coefficienti riduce il tasso di rimpiazzo mantenendo invariata la ricchezza pensionistica; al lavoratore spetta una pensione di importo mensile minore, ma per un maggior numero di anni. In presenza di flessibilità circa l'età di pensionamento, ciò determina un incentivo a protrarre l'attività lavorativa. Secondo la Ragioneria generale dello Stato, in assenza degli aggiornamenti l'incidenza della spesa sul PIL sarebbe più elevata di 0,7 punti percentuali nel 2030, di 1,5 nel 2040 e di circa 2 nel 2050; si può valutare che in quest'ultimo anno, a parità di altre condizioni, il rapporto tra il debito e il PIL sarebbe più elevato di circa 40 punti.

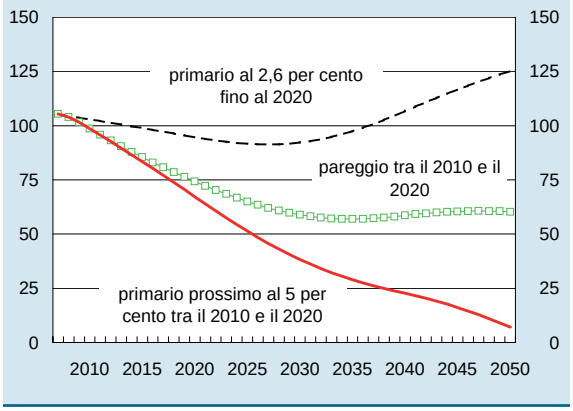
Secondo le valutazioni ufficiali, le misure di innalzamento dei requisiti per il pensionamento introdotte nel 2004 con decorrenza dal 2008 raggiungono un effetto massimo di contenimento della spesa pari a 0,7 punti percentuali del prodotto nel 2012. Tale effetto rimane sostanzialmente stabile (0,6-0,7 punti percentuali del PIL) nei due decenni successivi; esso diventa negativo nel corso del periodo 2040-2050, quando iniziano a essere liquidate pensioni di importo più elevato in conseguenza della maggiore anzianità contributiva. Si può valutare che, a parità di altre condizioni, in assenza dell'inasprimento dei requisiti nel 2050 il rapporto tra il debito e il prodotto sarebbe di circa 20 punti percentuali più elevato.

L'importanza delle scelte di politica di bilancio dei prossimi anni emerge anche da tre semplici esercizi di simulazione della dinamica del rapporto tra debito e prodotto nel periodo 2007-2050, basati su scenari che differiscono tra loro solo per le azioni correttive attuate sul bilancio nel medio termine (fig. 11.10).

Figura 11.10

Obiettivi di medio termine e andamento del rapporto tra il debito e il PIL

(valori percentuali)



Tutti gli esercizi assumono: un onere medio sul debito costante a partire dal 2010 (4,8 per cento, coerente con il quadro previsivo del Programma di stabilità*); un tasso di crescita reale del PIL dell'ordine dell'1,5 per cento (in linea con le stime del potenziale); un tasso di inflazione del 2,0 per cento; un divario tra il fabbisogno al netto delle dismissioni e l'indebitamento netto pari a mezzo punto percentuale del PIL ogni anno (il divario tra i due saldi è stato pari a circa un punto percentuale del PIL nella media degli ultimi dieci anni; i suoi effetti sul debito sono stati compensati da ricorrenti operazioni patrimoniali che, verosimilmente, non potranno ripetersi allo stesso ritmo; inoltre, nei prossimi anni, il graduale venire a scadenza dei buoni postali fruttiferi inclusi nel debito pubblico determinerà una sistematica eccedenza dei pagamenti di interessi sulle corrispondenti contabilizzazioni per competenza poiché gli interessi su tali titoli sono pagati al rimborso, ma contabilizzati per competenza durante tutta la durata del titolo).*

Nel primo esercizio si mantiene il saldo primario al livello attualmente previsto per il 2007 (2,6 per cento del PIL, che peraltro include una componente temporanea pari a circa 0,4 punti percentuali) fino al 2020, lasciandolo poi peggiorare per gli effetti dell'invecchiamento della popolazione. In questo caso, il rapporto tra il debito e il PIL scenderebbe lentamente nei prossimi anni, rimanendo di poco superiore al 90 per cento tra il 2025 e il 2030, per tornare a crescere successivamente.

Negli altri due esercizi si assume che il pareggio di bilancio sia conseguito nel 2010, in anticipo di un anno rispetto alle indicazioni del *Programma di stabilità*. Tale anticipo è in linea con l'impegno recentemente sottoscritto dai paesi dell'area dell'euro (cfr. il capitolo 5: *Le politiche di bilancio*) ed è favorito dal minore disavanzo ora atteso per il 2007 e dalle più favorevoli previsioni di crescita del prodotto (per il triennio 2007-09 la RUEFP indica un valore medio annuo prossimo all'1,8 per cento, contro l'1,5 del *Programma di stabilità*).

Nel secondo esercizio l'avanzo primario viene mantenuto al livello necessario a garantire il pareggio di bilancio fino al 2020, scendendo da un livello di poco inferiore al 5 per cento del prodotto nel 2010 a circa il 3,5 nel 2020, grazie ai risparmi di interessi conseguenti alla diminuzione del debito. Successivamente, come nel primo esercizio, l'avanzo primario peggiora per gli effetti dell'invecchiamento della popolazione. In questo caso l'incidenza del debito sul PIL scenderebbe in prossimità dell'80 per cento già dalla seconda metà del prossimo decennio e al di sotto del 60 per cento prima del 2030, per stabilizzarsi intorno a quest'ultimo livello negli anni seguenti.

Effetti dell'evoluzione demografica sul bilancio pubblico superiori alle stime ufficiali renderebbero necessari, anche in questo secondo scenario, ulteriori interventi che attenuino l'espansione della spesa nel lungo termine. L'entità di tali interventi sarebbe tuttavia largamente inferiore a quella richiesta nel caso del primo esercizio: mantenere il pareggio di bilancio nel prossimo decennio consente un risparmio di interessi crescente, vicino al 3,0 per cento del PIL nel 2050.

Nel terzo esercizio l'avanzo primario rimane al livello necessario per il pareggio nel 2010 (appena inferiore al 5 per cento del prodotto) fino al 2020, peggiorando poi per gli effetti dell'invecchiamento della popolazione, come negli altri due esercizi. Il rapporto tra il debito e il PIL scenderebbe al di sotto del 60 per cento prima del 2025 e continuerebbe a diminuire successivamente.

Ipotizzando che il raggiungimento del pareggio di bilancio nel 2010 sia affidato interamente alle spese primarie correnti, esse dovranno diminuire, in termini reali, di circa mezzo punto percentuale all'anno nel prossimo triennio, a fronte di un aumento medio pari al 2,3 per cento registrato nell'ultimo decennio. L'entità della correzione richiede un intervento ad ampio raggio, basato su riforme strutturali, che coinvolga appieno anche le Amministrazioni locali. Margini di risparmio sono presenti in tutte le principali voci del bilancio pubblico (cfr. il paragrafo: *Le spese nel 2006*).

Tavola 11.10

Pressione fiscale e aliquote legali delle principali imposte (1)

	Italia		Francia		Germania		Spagna		Area euro		Regno Unito	
	2006	Var. 2000-2006	2006	Var. 2000-2006	2006	Var. 2000-2006	2006	Var. 2000-2006	2006	Var. 2000-2006	2006	Var. 2000-2006
Pressione fiscale (2)	**42,3**	**0,7**	**46,1**	**0,5**	**40,5**	**-2,2**	**37,5**	**2,7**	**41,7**	**-0,4**	**38,2**	**0,6**
Aliquote legali sul lavoro (3)												
Cuneo fiscale in % del costo del lavoro	45,2	-1,2	50,2	0,6	52,5	-1,5	39,1	0,5	43,0	-0,6	33,9	1,7
Cuneo fiscale in % della retribuzione lorda												
a carico del datore di lavoro	32,1	-2,0	42,3	1,1	20,5	0,0	30,6	0,0	25,0	-0,8	10,7	1,4
a carico del lavoratore	27,6	-0,6	29,1	0,3	42,7	-1,8	20,5	0,7	29,2	-0,5	26,8	1,3
di cui: *imposta personale*	*18,4*	*-0,6*	*15,6*	*0,2*	*21,1*	*-2,9*	*14,1*	*0,7*	*16,0*	*-0,5*	*17,6*	*0,5*
Aliquote implicite sul lavoro (4)												
In % della retribuzione lorda	42,0	0,2	42,4	0,8	39,2	-1,5	29,4	1,3	36,6(5)	-0,9	24,8	-0,6
Aliquote legali sul capitale (4)												
Imposte sul reddito delle società	37,3	-4,0	33,3	-3,4	38,6	-13,0	35,0	0,0	29,7	-6,9	30,0	0,0
Aliquote legali sul consumo (6)												
Aliquota ordinaria dell'IVA	20,0	0,0	19,6	-1,0	19,0	3,0	16,0	0,0	19,4	0,7	17,5	0,0

(1) Le variazioni sono calcolate come differenza tra le aliquote del 2000 e del 2006 con l'eccezione di due casi: quello delle aliquote implicite sul lavoro, in cui esse sono calcolate tra il 2000 e il 2004, e quello delle aliquote sul consumo, in cui esse sono calcolate tra il 2000 e il 2007. – (2) Fonte: per l'Italia, Istat; per gli altri paesi e l'area dell'euro, Commissione europea, *Spring Forecasts*, maggio 2007. – (3) Fonte: OCSE, *Taxing Wages 2005-2006,* 2007. Le aliquote si riferiscono al lavoratore medio dell'industria, celibe e senza carichi familiari. – (4) Fonte: Commissione europea, *Structures of the taxation systems in the European Union: 1995-2004,* 2006. Le aliquote implicite sul lavoro sono relative al 2004. – (5) La media dell'area dell'euro è calcolata escludendo il Portogallo, per il quale non è indicato il dato relativo al 2006. – (6) Fonte: Commissione europea, *VAT Rates Applied in the Member States of the European Community,* 2007. Aliquote vigenti nel 2007.

Politica di bilancio e crescita economica. – La riduzione della spesa corrente dovrà essere più ampia se, oltre a ridurre il peso del debito, si vorranno effettuare interventi a sostegno della crescita, accelerando lo sviluppo delle infrastrutture e riducendo il carico fiscale.

In Italia la spesa per investimenti è stata pari al 2,3 per cento del prodotto in media tra il 1992 e il 2006, contro il 2,6 per cento della media degli altri paesi dell'area dell'euro. Esiste un'ampia differenza tra la dotazione infrastrutturale italiana e quella media osservata nei principali paesi europei. Le graduatorie internazionali sulla competitività collocano l'Italia in una situazione di svantaggio rispetto ai principali paesi industriali anche in relazione a carenze nelle infrastrutture.

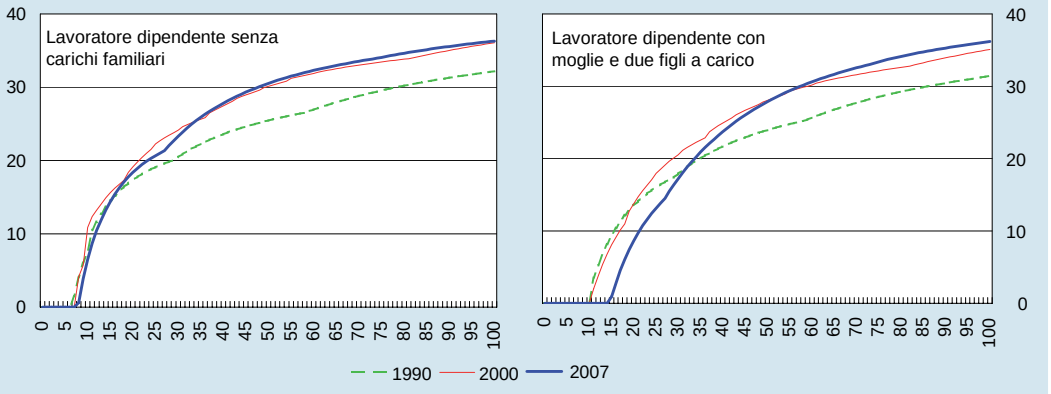
La pressione fiscale italiana, aumentata dal 40,6 per cento del PIL del 2005 al 42,3 del 2006, è prossima ai livelli massimi registrati negli anni novanta e superiore di 0,6 punti a quella media dell'area dell'euro (tav. 11.10). Il divario è più ampio in termini di prelievo effettivo sui contribuenti che ottemperano agli obblighi fiscali, a causa dell'elevato peso relativo dell'economia sommersa nel nostro paese.

Nel confronto europeo l'aliquota legale sui redditi societari vigente in Italia risulta inferiore solo a quella della Germania, dove peraltro il governo ha recentemente annunciato riduzioni consistenti a partire dal 2008. Tra il 2000 e il 2006 nella media dei paesi dell'area dell'euro l'aliquota dell'imposta sul reddito societario si è ridotta di 6,9 punti, al 29,7 per cento; in Italia è scesa di 4 punti, al 37,25 (includendo l'IRAP).

Anche le aliquote legali sul fattore lavoro risultano tra le più alte nel confronto internazionale. Nel 2006 la componente fiscale del costo del lavoro è stata pari in Italia al 45,2 per cento (non tenendo conto dell'IRAP), contro il 43,0 per cento della media dell'area dell'euro. Il cuneo fiscale dell'Italia è inferiore ai livelli di Francia (50,2 per cento) e Germania (52,5); risulta invece nettamente superiore a quelli di Spagna (39,1) e Regno Unito (33,9).

Figura 11.11

Aliquote medie effettive dell'Irpef: 1990, 2000 e 2007 (1)
(in percentuale del reddito complessivo)



(1) Sull'asse delle ascisse è riportato il reddito complessivo in migliaia di euro. Esso è valutato in termini reali a prezzi 2006.

Nel corso degli anni novanta in Italia le aliquote medie di prelievo sui redditi delle persone fisiche sono aumentate in misura significativa, anche per effetto del drenaggio fiscale. Nel complesso gli sgravi concessi dall'anno 2000 sono stati particolarmente consistenti per i contribuenti con carichi familiari e redditi medio-bassi, per i quali hanno determinato una significativa riduzione delle aliquote medie; per questi contribuenti gli sgravi hanno più che compensato gli effetti del drenaggio fiscale (fig. 11.11). Per valutare le potenzialità distorsive del prelievo rilevano le aliquote marginali effettive. In assenza di carichi familiari, per redditi superiori alla soglia di esenzione dall'imposta, l'aliquota marginale effettiva è pari ad almeno il 25 per cento per i lavoratori autonomi e al 30 per

cento per i lavoratori dipendenti (con l'eccezione dei redditi compresi tra i 23 e i 26 mila euro, per i quali l'aliquota è pari al 26 per cento). Per un lavoratore con moglie e due figli a carico, tutte queste aliquote sono più alte di circa due punti.

In Italia l'aliquota ordinaria dell'IVA, pari al 20 per cento, è leggermente superiore a quella media dell'area dell'euro e ai valori che si riscontrano in Francia e in Germania; supera nettamente le aliquote di Spagna e Regno Unito.

12. LA CONDIZIONE FINANZIARIA DELLE FAMIGLIE E DELLE IMPRESE

Nel 2006 il risparmio finanziario delle famiglie (la differenza tra i flussi delle attività e delle passività finanziarie) è diminuito rispetto all'anno precedente, in connessione con la riduzione del risparmio complessivo e con gli ancora consistenti investimenti in nuove abitazioni. In rapporto al PIL il saldo è sceso al 4,4 per cento, un valore contenuto rispetto alla media dell'ultimo decennio (6,0 per cento).

Nel corso dell'anno, il prevalere di aspettative di rialzi dei tassi di interesse ha indotto le famiglie a concentrare gli investimenti finanziari su attività a più breve scadenza. L'indebitamento è cresciuto a un ritmo ancora elevato, ma più moderato dell'anno precedente, riflettendo la decelerazione dell'attività sul mercato immobiliare e l'aumento del costo del credito. Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione del capitale) sono lievemente aumentati in rapporto al reddito disponibile, ma restano pari a circa la metà dell'analogo rapporto che si osserva in media nell'area dell'euro.

Nel complesso dell'anno il margine operativo lordo delle imprese non finanziarie è diminuito in rapporto al valore aggiunto, pur in presenza di una ripresa congiunturale, più accentuata nell'ultimo trimestre. Le risorse finanziarie generate internamente si sono ridotte, principalmente per effetto di maggiori oneri finanziari e imposte; in seguito alla ripresa del processo di accumulazione il fabbisogno finanziario è aumentato al 2,3 per cento del PIL ed è stato coperto principalmente con prestiti bancari. I debiti finanziari hanno raggiunto il 67 per cento del PIL; benché in aumento, sono contenuti nel confronto internazionale.

Nel corso dell'ultimo decennio nei principali paesi industriali è cresciuto il ricorso delle imprese non finanziarie al mercato dei capitali, anche per finanziare operazioni di fusione e acquisizione. L'Italia è tuttora in ritardo: nell'ultimo triennio, a fronte di una quota del PIL italiano su quello dell'area dell'euro di circa il 18 per cento, le società italiane rappresentavano solo l'8 per cento della raccolta di capitale di rischio sui mercati, il 10 per cento della raccolta obbligazionaria; rappresentavano inoltre solo il 4 per cento del controvalore delle operazioni di fusione e acquisizione.

Il risparmio finanziario e l'indebitamento delle famiglie

Nel 2006 il risparmio finanziario del settore delle famiglie (che comprende le famiglie consumatrici, le famiglie produttrici e le istituzioni sociali private) si è ridotto rispetto all'anno precedente, a 65 miliardi (tav. 12.1). Il calo si è associato alla contrazione del risparmio complessivo e alla dinamica dell'investimento in immobili, ancora

robusta benché in decelerazione rispetto al 2005 (cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). In rapporto al PIL il risparmio finanziario è sceso al 4,4 per cento; al netto della perdita di potere d'acquisto determinata dall'inflazione sulla consistenza delle attività finanziarie nette, è risultato pari al 3,1 per cento del prodotto.

Tavola 12.1

Saldi finanziari (1)
(milioni di euro e valori percentuali)

SETTORI	2003	2004	2005	2006
Famiglie	68.615	82.736	74.743	64.863
di cui: *con l'estero*	*4.578*	*1.325*	*42.140*	*32.601*
Società non finanziarie	-26.310	-11.907	-25.577	-34.155
di cui: *con l'estero*	*24.119*	*13.622*	*54.242*	*30.728*
Amministrazioni pubbliche	-45.957	-49.319	-61.766	-68.173
di cui: *con l'estero*	*-64.995*	*-19.271*	*-91.579*	*-37.062*
Istituzioni finanziarie monetarie	33.184	19.512	11.398	-17.244
di cui: *con l'estero*	*-25.889*	*27.566*	*-48.209*	*-73.243*
Altri intermediari finanziari (2)	-35.826	-29.262	17.222	14.704
di cui: *con l'estero*	*22.767*	*-44.638*	*5.776*	*-16.244*
Imprese di assicurazione (3)	-17.672	-15.710	-26.853	2.091
di cui: *con l'estero*	*15.455*	*17.446*	*26.798*	*25.306*
Resto del mondo	23.965	3.950	10.831	37.914
		In percentuale del PIL		
Famiglie	5,1	5,9	5,3	4,4
Società non finanziarie	-2,0	-0,9	-1,8	-2,3
Amministrazioni pubbliche	-3,4	-3,5	-4,3	-4,6
Società finanziarie (4)	-1,5	-1,8	0,1	0,0
Resto del mondo	1,8	0,3	0,8	2,6
		In percentuale del PIL, corretti per l'inflazione (5)		
Famiglie	3,0	3,6	2,9	3,1
Società non finanziarie	-1,0	0,3	-0,5	-1,6
Amministrazioni pubbliche	-1,6	-1,6	-2,2	-3,4

(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) Sono inclusi 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 euro, aventi valore monetario fisso alla scadenza.

Nel 2005 il risparmio finanziario delle famiglie dei principali paesi dell'area dell'euro si era attestato in media attorno al 4 per cento del PIL, un valore di circa un punto inferiore a quello registrato per le famiglie italiane. Nei paesi anglosassoni, dove è elevato il ricorso al debito da parte delle famiglie, il risparmio finanziario era stato negativo.

Alla fine del 2006 la ricchezza finanziaria netta delle famiglie italiane era pari a 2,7 volte il reddito disponibile, come nel 2005. Questo valore è elevato rispetto a quello medio dell'area dell'euro (stimato in circa 2 volte il reddito disponibile nel 2005), riflettendo anche il più basso livello del debito nel nostro paese.

Le attività finanziarie. – Rispetto al 2005, la consistenza delle attività finanziarie delle famiglie italiane è cresciuta del 4 per cento. L'aumento è per circa un quarto riconducibile alla rivalutazione della componente azionaria e per i restanti tre quarti a nuovi investimenti.

Nel 2006, il prevalere di aspettative di rialzi dei tassi di interesse (cfr. il capitolo 6: *La politica monetaria comune*) ha spinto le famiglie ad acquistare prevalentemente strumenti finanziari a breve termine. Il circolante e i depositi, in particolare, sono aumentati in misura consistente (70 miliardi); gli acquisti netti di obbligazioni, che erano stati negativi l'anno precedente, sono stati pari a 35 miliardi (tav. 12.2). Le famiglie hanno invece ceduto quote di fondi comuni per importi rilevanti (27 miliardi), mentre l'investimento netto in azioni e partecipazioni è risultato esiguo.

Tavola 12.2

Attività e passività finanziarie delle famiglie (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2006	Composizione percentuale		2005	2006
		dic. 2005	dic. 2006		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi a vista	583.824	17,0	17,2	37.007	31.273
di cui: *depositi*	*499.811*	*14,7*	*14,8*	*27.648*	*23.357*
Altri depositi	346.571	9,8	10,2	10.504	26.972
bancari (2)	*241.603*	*2,5*	*7,1*	*-2.923*	*20.008*
postali (2)	*104.968*	*7,3*	*3,1*	*13.427*	*6.964*
Titoli a breve termine	13.065	0,1	0,4	-15.219	11.802
Titoli a medio e a lungo termine	532.654	16,5	15,7	-25.115	12.805
di cui: *pubblici*	*152.109*	*5,4*	*4,5*	*-31.555*	*-9.582*
di impresa	*50.891*	*1,4*	*1,5*	*9.653*	*6.025*
bancari	*329.654*	*9,7*	*9,7*	*-3.212*	*16.362*
Quote di fondi comuni	224.801	8,3	6,6	-7.065	-36.869
Azioni e partecipazioni	730.722	21,4	21,6	27.617	5.119
Attività sull'estero	322.504	8,6	9,5	42.140	32.601
di cui: *depositi*	*14.373*	*0,1*	*0,4*	*794*	*11.404*
titoli a breve termine	*1.150*	*0,0*	*0,0*	*294*	*463*
titoli a medio e a lungo termine	*125.369*	*3,7*	*3,7*	*27.909*	*9.736*
azioni e partecipazioni	*100.254*	*2,8*	*3,0*	*-654*	*1.226*
quote di fondi comuni	*81.358*	*2,0*	*2,4*	*13.797*	*9.772*
Riserve per premi di assicurazione (3)	611.202	17,8	18,1	56.501	33.559
di cui: *riserve ramo vita*	*373.363*	*10,9*	*11,0*	*41.736*	*20.832*
Altre attività (4)	20.668	0,5	0,6	4.203	3.070
Totale attività	**3.386.011**	**100,0**	**100,0**	**130.573**	**120.332**
PASSIVITÀ					
Debiti a breve termine (5)	53.969	9,8	9,1	-32	796
di cui: *bancari*	*51.810*	*9,5*	*8,7*	*-245*	*506*
Debiti a medio e a lungo termine (6)	425.649	69,9	71,5	52.693	48.964
di cui: *bancari*	*378.943*	*62,9*	*63,6*	*46.054*	*40.071*
Altre passività finanziarie (7)	115.962	20,3	19,5	3.170	5.711
Totale passività	**595.580**	**100,0**	**100,0**	**55.831**	**55.471**
SALDO	**2.790.431**			**74.742**	**64.861**

(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Per la definizione delle serie e per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. – (2) I dati risentono del cambiamento di settorizzazione, a partire dal settembre 2006, della Cassa depositi e prestiti da "Altri intermediari finanziari" a "Altre istituzioni finanziarie monetarie: altri intermediari". – (3) La voce è costituita da: riserve tecniche assicurative dei rami vita e danni, fondi pensione e TFR. – (4) La voce è costituita da: crediti commerciali e altre partite minori. – (5) Includono anche i finanziamenti da società di factoring. – (6) Includono anche i finanziamenti da società di leasing, il credito al consumo da società finanziarie e altre partite minori. – (7) La voce è costituita da: fondi di quiescenza e altre partite minori.

Calcolata sulle consistenze in essere, la composizione del portafoglio finanziario è rimasta pressoché invariata: la rivalutazione della componente azionaria ha compensato il flusso di nuovi investimenti in altre attività. Alla fine dell'anno il 28 per cento delle attività finanziarie era costituito da liquidità (circolante e depositi), il 20 da titoli obbligazionari, il 34 da quote di fondi comuni, azioni e partecipazioni e il 18 da prodotti assicurativi. Rispetto ai principali paesi dell'area dell'euro, le famiglie italiane detengono una quota analoga di circolante e strumenti a reddito fisso (depositi e obbligazioni) e una

Tavola 12.3

Composizione delle attività finanziarie delle famiglie (1)
(consistenze di fine periodo)

PAESI E ANNI	Circolante e depositi	Obbligazioni	Azioni (2) e quote di fondi comuni	Altre attività (3)	*Per memoria:*		
					Attività finanziarie	Passività finanziarie	
							di cui: *debiti finanziari*
	Quote percentuali sul totale				**In rapporto al reddito disponibile**		
Francia							
1995	41,5	5,9	24,3	28,3	2,06	0,61	*0,53*
2000	33,3	2,9	29,7	34,1	2,67	0,72	*0,56*
2005	31,8	1,4	28,0	38,8	2,75	0,84	*0,66*
Germania							
1995	42,4	11,8	18,2	27,6	2,01	0,87	*0,86*
2000	34,3	9,0	27,3	29,4	2,55	1,07	*1,06*
2005	35,0	9,7	23,7	31,6	2,73	1,01	*1,00*
Italia							
1995	41,9	27,4	19,5	11,3	2,35	0,30	*0,25*
2000	25,0	17,8	44,6	12,6	3,36	0,42	*0,32*
2005	26,9	20,4	34,4	18,3	3,26	0,54	*0,43*
Spagna							
1996	46,7	3,3	34,1	15,8	2,10	0,60	*0,46*
2000	39,7	2,5	40,3	17,4	2,49	0,81	*0,69*
2005	38,2	2,8	41,0	17,9	2,63	1,20	*1,12*
Area dell'euro							
1995	40,9	13,5	21,1	24,5	2,26	0,67	*0,62*
2000	31,0	9,4	32,7	26,9	2,90	0,83	*0,76*
2004	33,1	10,2	26,5	30,2	2,76	0,88	*0,81*
Regno Unito							
1995	23,7	2,1	19,8	54,3	3,94	1,06	*0,96*
2000	20,3	1,5	23,1	55,1	4,86	1,14	*1,05*
2005	25,7	1,3	17,1	55,8	4,46	1,59	*1,48*
Stati Uniti (4)							
1995	13,3	10,1	44,8	31,8	3,97	0,93	*0,89*
2000	10,1	6,9	50,7	32,3	4,61	1,02	*0,98*
2005	12,8	6,7	46,6	33,9	4,26	1,32	*1,28*

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Central Statistical Office, *United Kingdom National Accounts (The Blue Book)* per il Regno Unito; Federal Reserve System – Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti, BCE per l'area dell'euro.
(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) Dati riferiti alle famiglie consumatrici e alle istituzioni senza scopo di lucro.

percentuale maggiore di quote di fondi comuni, di azioni e di partecipazioni, il cui valore di mercato è parzialmente stimato trattandosi in larga parte di titoli non negoziabili (tav. 12.3). È invece molto più contenuto il peso degli investimenti in fondi pensione e prodotti assicurativi: il divario rispetto alla Francia, alla Germania e ai paesi anglosassoni si è solo lievemente ridotto nel corso dell'ultimo decennio.

Il risparmio previdenziale. – Sulla base della più recente Indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane (che si riferisce al 2004), circa l'11 per cento dei capifamiglia occupati deteneva quote di un fondo pensione o di un'assicurazione sulla vita che garantiva una pensione integrativa, un vitalizio o un capitale. Le famiglie che investivano negli strumenti della previdenza complementare erano più ricche della media, disponevano di maggiori attività finanziarie liquide e avevano livelli di istruzione più elevati.

I dati dell'Indagine permettono di analizzare gli effetti dei processi di riforma del sistema previdenziale sulle scelte di risparmio delle famiglie. Analisi econometriche di questi dati mostrano che gli interventi legislativi in materia di previdenza, che a metà degli anni novanta hanno ridotto le prestazioni pubbliche e definito le norme e gli strumenti della previdenza complementare, hanno avuto effetti limitati sul risparmio delle famiglie e sulla riallocazione della ricchezza accumulata dagli strumenti tradizionali verso i fondi pensione.

L'analisi suggerisce che le generazioni e le categorie di lavoratori più colpite dalle riforme pensionistiche (i giovani, i dipendenti pubblici e i lavoratori autonomi) non sfruttano appieno i vantaggi fiscali derivanti dalla possibilità di investire nella previdenza complementare, anche per effetto dell'esistenza di vincoli di liquidità. A parità di altre condizioni socioeconomiche, tra i lavoratori giovani si registrano tassi di investimento in fondi pensione inferiori a quelli degli anziani. Tra i dipendenti pubblici si osservano tassi di investimento inferiori a quelli registrati nel settore privato. I lavoratori autonomi investono invece più degli altri, ma il differenziale si è progressivamente ridotto.

Nel complesso si conferma l'importanza dell'impegno pubblico volto a fornire ai lavoratori informazioni adeguate sulla loro condizione previdenziale e sugli strumenti a loro disposizione. Dall'analisi emerge che chi investe in azioni, obbligazioni o fondi comuni e ha almeno il diploma d'istruzione superiore (un'approssimazione dell'alfabetizzazione finanziaria, cioè della conoscenza dei principi e degli strumenti di base per effettuare scelte finanziarie consapevoli) ha una maggiore propensione a investire in fondi pensione; la differenza è maggiore proprio tra i lavoratori più colpiti dalle riforme, in particolare i giovani e i lavoratori autonomi.

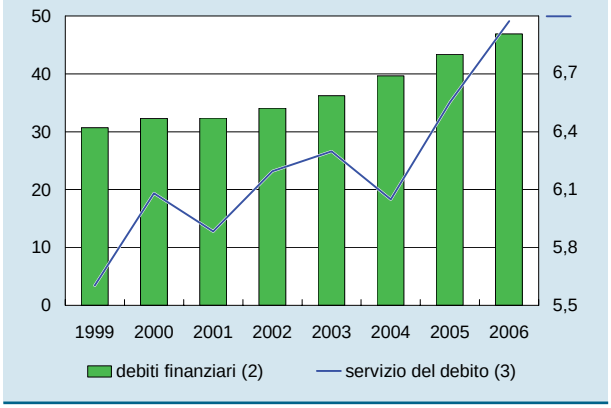
Le passività finanziarie. – Nel 2006 l'espansione dei debiti finanziari delle famiglie si è mantenuta elevata (50 miliardi; tav. 12.2); in rapporto al reddito disponibile il debito è aumentato di quattro punti percentuali, al 47 per cento alla fine dell'anno.

Nel confronto internazionale le famiglie italiane restano in media poco indebitate: nell'ultimo anno per cui sono disponibili dati confrontabili (il 2005), il debito era pari al 43 per cento del reddito disponibile nel nostro paese, contro il 66 per cento in Francia, il 100 in Germania, il 128 negli Stati Uniti e il 148 nel Regno Unito (tav. 12.3).

L'aumento delle passività nel 2006 è in gran parte ascrivibile al ricorso ancora sostenuto ai mutui bancari per l'acquisto di abitazioni; questo ha rallentato, soprattutto per effetto della decelerazione delle compravendite sul mercato immobiliare (cfr. il capitolo 14: *Gli intermediari creditizi*).

Figura 12.1

Indebitamento delle famiglie (1)
(in percentuale del reddito disponibile lordo)



Fonte: Banca d'Italia, Istat.
(1) Famiglie consumatrici, famiglie produttrici e istituzioni senza scopo di lucro al servizio delle famiglie. Il reddito disponibile lordo per il 2006 è una stima della Banca d'Italia. – (2) Scala di sinistra. Consistenze di fine periodo. – (3) Scala di destra. L'indicatore è riferito alle sole famiglie consumatrici. Il servizio del debito, che include il pagamento degli interessi e il rimborso delle quote di capitale, è una stima della Banca d'Italia.

Gli oneri sostenuti dalle famiglie per il servizio del debito (pagamento degli interessi e restituzione delle rate di capitale) sono aumentati di quattro decimi di punto in percentuale del reddito disponibile, portandosi al 7,0 per cento (fig. 12.1), un valore contenuto nel confronto internazionale. L'incremento è imputabile per la maggior parte alla quota degli interessi, che ha risentito dell'aumento dei tassi registrato nel corso dell'anno.

Il finanziamento e le attività finanziarie delle imprese

Redditività e autofinanziamento. – La ripresa congiunturale del 2006 si è riflessa in un miglioramento della redditività delle imprese solo a partire dall'ultimo trimestre. Nell'intero anno, il margine operativo lordo in rapporto al valore aggiunto è diminuito di un punto percentuale rispetto al 2005, al 35 per cento, un valore modesto anche nel confronto con l'ultimo quinquennio, un periodo di debolezza dell'attività economica. Riflettendo in pari misura l'aumento dei tassi d'interesse e quello del debito, gli oneri finanziari netti sono saliti al 4,9 per cento del valore aggiunto (4,5 nel 2005; fig. 12.3). Il fabbisogno finanziario è aumentato a 34 miliardi, da 26 nel 2005 (tav. 12.4), anche in connessione con la ripresa del processo di accumulazione (fig. 12.2; cfr. il capitolo 7: *La domanda, l'offerta e i prezzi*). Il grado di copertura degli investimenti con risorse interne si è ridotto di dieci punti percentuali, al 42 per cento.

I risultati dell'Indagine condotta dalla Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi con 50 addetti e oltre confermano che nel 2006, in un contesto di sensibile espansione dei volumi di vendita, il grado di copertura degli investimenti con l'autofinanziamento si è ridotto rispetto all'anno precedente. Nei comparti della meccanica, dei trasporti e delle comunicazioni il calo ha riflesso soprattutto la sostenuta dinamica degli investimenti; per le imprese della chimica e delle produzioni plastiche esso ha risentito anche di una flessione dell'autofinanziamento.

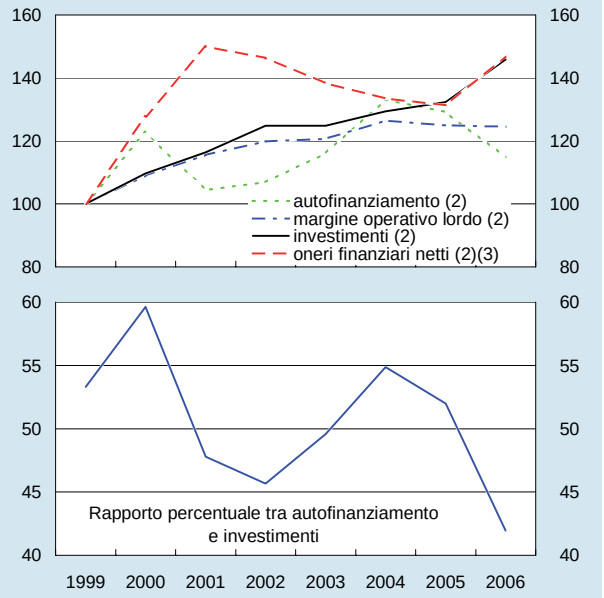
L'indebitamento e le condizioni finanziarie delle imprese. – I debiti finanziari delle imprese sono aumentati in misura rilevante, di 87 miliardi (70 nel 2005). In rapporto al PIL la loro consistenza è cresciuta al 67 per cento. Il leverage, calcolato come rapporto tra i debiti finanziari e la somma degli stessi con il patrimonio valutato ai prezzi di mercato, è invece rimasto invariato al 40 per cento, per effetto dell'aumento delle quotazioni di bor-

sa sulla valutazione del patrimonio (fig. 12.3). La crescita del debito ha interessato tutte le componenti (prestiti e titoli, debiti a breve e a lungo termine); i prestiti bancari a breve scadenza, in particolare, hanno registrato una forte accelerazione, riflettendo l'accresciuta domanda di capitale circolante indotta dalla ripresa dell'attività economica (cfr. il capitolo 14: *Gli intermediari creditizi*).

Per le grandi imprese emerge un andamento della situazione finanziaria più favorevole rispetto alla media. Sulla base dei bilanci consolidati dei principali gruppi industriali quotati in borsa, nel 2006 la redditività è rimasta elevata e il grado di indebitamento ha continuato a ridursi; il leverage di queste società resta tuttavia più elevato, a parità di settore e dimensione, di quello delle imprese quotate negli altri paesi dell'area.

Figura 12.2

Formazione del fabbisogno finanziario delle imprese (1)



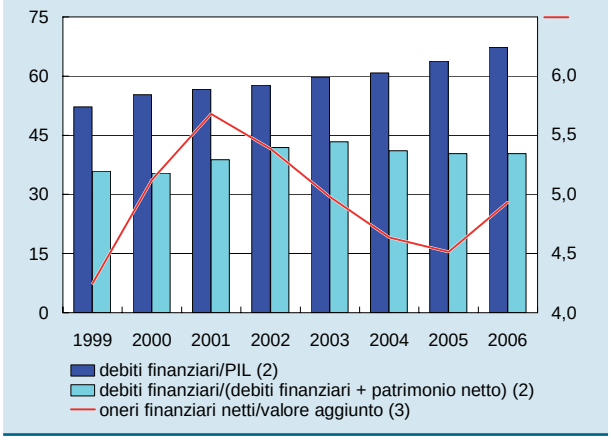
Fonte: Banca d'Italia, Istat.
(1) Stime basate sui dati dei conti economici nazionali del settore istituzionale delle società non finanziarie, 1999-2005. I dati del 2006 sono stimati sulla base della contabilità nazionale annuale. Gli investimenti comprendono le scorte. Per le modalità di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Indici: 1999=100. – (3) Gli oneri finanziari netti sono stime interne della Banca d'Italia.

Nel complesso le condizioni finanziarie delle imprese restano equilibrate. Informazioni sui bilanci individuali sono disponibili nella Centrale dei bilanci fino al 2005; esse indicano che l'indebitamento in quell'anno era più elevato per le imprese di costruzioni e per quelle del terziario; era invece più basso per le imprese manifatturiere specializzate e operanti nei settori ad alta tecnologia. Il grado di copertura degli oneri finanziari con risorse generate all'interno delle imprese era maggiore per le società di medie dimensioni; era particolarmente esiguo per le imprese di costruzioni.

Indicazioni più accurate sulle condizioni finanziarie complessive delle imprese si ricavano dall'analisi della distribuzione congiunta di un gruppo di indicatori di bilancio (il leverage, il rapporto tra debiti finanziari e fatturato, il rapporto tra autofinanziamento e oneri finanziari e quello tra attività e passività correnti; per la metodologia, cfr. il riquadro: Le condizioni finanziarie delle imprese italiane nel periodo 1990-2003, *in* Bollettino economico, *n. 44, 2005). Nel 2005 il fatturato delle imprese che presentavano livelli peggiori di una soglia di riferimento per almeno due dei quattro indicatori era diminuito all'11,4 per cento del fatturato complessivo del campione, un valore inferiore rispetto alla media del triennio precedente (12,8 per cento).*

Figura 12.3

Indebitamento delle imprese (1)
(valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, Istat.
(1) I dati si riferiscono alle "società non finanziarie". – (2) Scala di sinistra. – (3) Scala di destra. Gli oneri finanziari netti sono stime interne della Banca d'Italia. Il valore aggiunto per il 2006 è stimato sulla base delle informazioni di contabilità nazionale.

Tavola 12.4

Attività e passività finanziarie delle imprese (1)
(milioni di euro e composizione percentuale)

VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	dic. 2006	Composizione percentuale		2005	2006
		dic. 2005	dic. 2006		
ATTIVITÀ					
Attività sull'interno	**1.220.552**	**75,5**	**74,4**	**28.287**	**40.622**
Biglietti e depositi a vista	168.977	10,4	10,3	15.841	17.043
Altri depositi	10.238	0,7	0,6	47	-442
di cui: *bancari*	*10.238*	*0,7*	*0,6*	*47*	*-442*
Titoli a breve termine	291	0,0	0,0	-300	251
Titoli a medio e a lungo termine	47.134	3,0	2,9	3.232	2.826
di cui: *pubblici*	*10.669*	*0,7*	*0,7*	*-2.554*	*1.321*
di imprese	*24.007*	*1,5*	*1,5*	*6.266*	*2.343*
Azioni e partecipazioni	627.847	37,8	38,3	3.579	1.393
Quote di fondi comuni	3.134	0,3	0,2	-98	-430
Crediti commerciali	294.834	19,9	18,0	2.667	2.595
Altre attività finanziarie (2)	68.097	3,4	4,2	3.319	17.386
Attività sull'estero	**420.227**	**24,5**	**25,6**	**54.829**	**51.598**
di cui: *depositi*	*33.027*	*1,7*	*2,0*	*17.496*	*9.147*
crediti commerciali	*58.454*	*4,0*	*3,6*	*235*	*-764*
crediti finanziari a breve termine	*109.158*	*5,3*	*6,7*	*28.441*	*32.857*
titoli	*21.740*	*1,4*	*1,3*	*2.640*	*1.344*
azioni e partecipazioni	*183.490*	*11,1*	*11,2*	*3.093*	*8.619*
Totale attività	**1.640.779**	**100,0**	**100,0**	**83.115**	**92.220**
PASSIVITÀ					
Passività sull'interno	**2.614.306**	**89,6**	**89,1**	**108.106**	**105.505**
Debiti a breve termine (3)	346.269	11,7	11,8	3.759	29.889
di cui: *bancari*	*314.466*	*10,5*	*10,7*	*3.409*	*30.462*
Debiti a medio e a lungo termine (4)	492.233	16,6	16,8	47.407	44.301
di cui: *bancari*	*405.294*	*13,1*	*13,8*	*34.906*	*52.640*
Titoli	53.014	1,7	1,8	4.905	5.378
di cui: *a medio e a lungo termine*	*39.712*	*1,3*	*1,4*	*2.614*	*3.726*
Azioni e partecipazioni	1.283.738	43,7	43,8	41.496	15.286
Debiti commerciali	300.851	11,0	10,3	2.721	2.648
Altre passività finanziarie (5)	138.201	4,8	4,7	7.818	8.003
Passività sull'estero	**319.664**	**10,4**	**10,9**	**587**	**20.871**
di cui: *debiti commerciali*	*29.342*	*1,1*	*1,0*	*2.617*	*585*
debiti finanziari	*101.164*	*3,4*	*3,4*	*14.074*	*7.850*
di cui: *titoli a medio e a lungo termine*	*14.033*	*0,5*	*0,5*	*-2.362*	*486*
azioni e partecipazioni	*184.993*	*5,7*	*6,3*	*-15.294*	*14.162*
Totale passività	**2.933.970**	**100,0**	**100,0**	**108.693**	**126.376**
SALDO	**-1.293.191**			**-25.578**	**-34.156**

(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 Italia nel 2005 il rapporto tra debiti e PIL, pur in crescita, rimaneva contenuto rispetto agli altri paesi industriali (a eccezione della Germania; tav. 12.5). Il leverage delle imprese italiane, tuttavia, riflettendo principalmente il limitato apporto del capitale di rischio, era in una posizione intermedia: più elevato rispetto a Francia, Spagna e Stati Uniti e poco più basso rispetto a Germania e Regno Unito. Il divario con gli altri paesi si è molto ridotto rispetto alla metà degli anni novanta, quando l'Italia presentava un leverage particolarmente elevato nel confronto internazionale.

La composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane si differenzia rispetto agli altri paesi industriali soprattutto per il ridotto ricorso, nel nostro paese, al mercato obbligazionario. Nell'ultimo triennio le emissioni lorde di titoli obbligazionari sui mercati internazionali da parte delle società non finanziarie sono state pari allo 0,9 per cento del PIL in Italia, all'1,5 nell'area dell'euro e all'1,6 nel Regno Unito.

Tavola 12.5

Composizione delle passività finanziarie delle imprese (1)
(consistenze di fine periodo)

PAESI E ANNI	Titoli	Prestiti	Azioni (2)	Debiti commerciali e altre passività (3)	*Per memoria:* Passività finanziarie	di cui: *debiti finanziari*	Attività finanziarie
	Quote percentuali sul totale				**In rapporto al PIL**		
Francia							
1995	6,6	30,6	41,1	21,7	1,89	*0,70*	1,32
2000	5,0	17,9	65,3	11,8	3,54	*0,81*	2,49
2005	5,8	19,8	62,4	11,9	3,47	*0,89*	2,53
Germania							
1995	2,7	39,7	42,2	15,4	1,18	*0,50*	0,69
2000	1,4	34,5	51,0	13,1	1,78	*0,64*	1,10
2005	2,9	34,7	47,4	15,0	1,62	*0,61*	0,92
Italia							
1995	1,4	40,3	35,9	22,4	1,27	*0,53*	0,63
2000	1,1	29,0	54,6	15,3	1,84	*0,55*	1,00
2005	2,4	31,2	49,5	16,9	1,91	*0,64*	1,03
Spagna							
1996	2,5	22,8	47,1	27,6	1,80	*0,48*	1,14
2000	1,0	22,3	52,7	24,0	2,60	*0,66*	1,63
2005	0,4	27,8	49,6	22,2	3,17	*0,97*	2,03
Area dell'euro							
1995	3,7	35,8	42,2	18,3	1,42	*0,56*	0,85
2000	2,9	26,9	57,2	12,9	2,35	*0,69*	1,47
2004	4,2	30,5	50,7	14,7	2,15	*0,73*	1,37
Regno Unito							
1995	6,2	23,1	62,6	8,1	2,18	*0,64*	0,79
2000	7,9	21,1	66,1	4,9	2,98	*0,86*	1,27
2005	10,4	28,9	56,0	4,6	2,67	*1,05*	1,30
Stati Uniti (4)							
1995	8,7	14,2	56,6	20,5	2,36	*0,54*	0,75
2000	8,4	12,9	58,2	20,5	3,04	*0,65*	1,15
2005	10,5	15,8	54,6	19,1	2,58	*0,68*	1,07

Fonti: Banca d'Italia per i dati italiani; Banque de France per la Francia; Deutsche Bundesbank per la Germania; Banco de España per la Spagna; Central Statistical Office, *United Kingdom National Accounts (The Blue Book)* per il Regno Unito; Federal Reserve System - Board of Governors, *Flow of Funds Accounts of the United States* per gli Stati Uniti, BCE per l'area dell'euro.
(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 e fondi pensione. – (4) Dati riferiti al settore "*Nonfinancial Business*".

Nei principali paesi dell'area il ricorso al debito obbligazionario è molto più contenuto rispetto agli Stati Uniti, dove il finanziamento delle imprese si realizza in larga parte attraverso l'emissione di strumenti negoziabili sui mercati. Tuttavia, a partire dal 1999, in concomitanza con l'introduzione dell'euro, le imprese europee hanno notevolmente accresciuto il ricorso al mercato obbligazionario, arrivando nel 2006 a collocare titoli per un controvalore di circa 100 miliardi di euro, cinque volte il livello osservato nel 1995. È inoltre aumentata la partecipazione al mercato di emittenti con rating meno elevati o localizzati in paesi in cui il ricorso al debito obbligazionario era tradizionalmente poco diffuso, come l'Italia, l'Austria o la Grecia. Analisi empiriche suggeriscono che in Europa tra le aziende di minore dimensione la decisione di collocare obbligazioni è legata soprattutto a esigenze di finanziamento delle fasi di crescita, mentre tra le società di grandi dimensioni essa dipende principalmente dalla volontà di riequilibrare la struttura finanziaria attraverso la diversificazione delle fonti di finanziamento e l'allungamento della scadenza del debito.

I debiti commerciali. – Nel 2006, in connessione con l'accelerazione dell'attività produttiva, i debiti commerciali delle imprese italiane sono aumentati di circa 3 miliardi; alla fine dell'anno erano pari all'11 per cento del totale delle passività finanziarie.

In base all'Indagine della Banca d'Italia sulle imprese industriali e dei servizi, nel 2006 i crediti commerciali sono risultati pari al 23 per cento del fatturato, con una durata media dei contratti di 85 giorni; riflettendo anche il potere contrattuale delle controparti, la concessione di dilazioni di pagamento alle imprese acquirenti risulta meno diffusa al crescere delle dimensioni aziendali. Il 28 per cento dei pagamenti relativi ai crediti commerciali è effettuato oltre le scadenze pattuite, con un ritardo in media pari a 46 giorni; nel Mezzogiorno la frequenza dei ritardi e la loro entità risultano più elevate (36 per cento e 50 giorni).

La raccolta di capitale di rischio e il private equity. – Nel 2006 l'incremento del patrimonio delle imprese dovuto a utili non distribuiti e ad aumenti di capitale è stato pari a circa 30 miliardi, di cui 4 ascrivibili a emissioni di titoli quotati in borsa. L'importo complessivo dei collocamenti azionari da parte di società quotate è diminuito rispetto al 2005, quando erano stati pari a 8 miliardi; sono invece cresciuti il numero e il valore delle emissioni riconducibili alle operazioni di prima quotazione (cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*).

Analisi empiriche condotte su un campione di imprese europee che si sono quotate tra il 1995 e il 2003 indicano che l'accesso al mercato azionario ha consentito di ridurre il grado di indebitamento dopo una fase di forte sviluppo aziendale. Più debole appare invece il legame tra la quotazione e l'andamento, negli anni immediatamente successivi, della redditività e degli investimenti.

In Europa, nella seconda metà degli anni novanta la presenza di segmenti dei listini azionari dedicati alle imprese di minore dimensione operanti in settori a elevato contenuto tecnologico (cosiddetti nuovi mercati) ha agevolato l'accesso alla borsa da parte di imprese più piccole. Tuttavia, per le aziende quotate su questi segmenti la redditività e i tassi di crescita in seguito alla quotazione sono stati peggiori rispetto a quelli osservati nei mercati tradizionali. Il crollo delle quotazioni dei titoli tecnologici alla fine dello scorso decennio ha contribuito alla riorganizzazione o alla chiusura di questi segmenti di mercato.

Secondo i dati diffusi dall'Aifi, nel 2006 gli investimenti e la raccolta delle società di private equity e di venture capital in Italia sono cresciuti rispettivamente a 3,7 e 2,3 miliardi di euro, ma restano ancora molto contenuti rispetto ai principali paesi industriali. Circa due terzi degli investimenti hanno riguardato operazioni di riassetto proprietario di aziende di grandi dimensioni, mentre i finanziamenti a imprese nelle fasi iniziali di attività e a quelle dei settori ad alta tecnologia hanno ricoperto, come negli anni precedenti, un ruolo marginale (rispettivamente l'1 e il 7 per cento).

Nel confronto internazionale, il mercato italiano del venture capital e del private equity è caratterizzato dalla scarsa rilevanza degli investimenti nelle imprese più giovani. Nella media del decennio 1996-2005 tali finanziamenti sono stati pari, in rapporto al PIL, allo 0,27 per cento negli Stati Uniti, allo 0,10 nei paesi europei e allo 0,05 in Italia. Al minore sviluppo del venture capital in Italia con-

tribuiscono vari fattori. In primo luogo, tra i finanziatori delle società di venture capital è scarsa la presenza di investitori istituzionali, quali i fondi pensione, caratterizzati da un esteso orizzonte temporale di investimento e particolarmente adatti a sostenere progetti i cui rendimenti maturano dopo un prolungato lasso di tempo. Inoltre, il minore sviluppo dei mercati azionari rende meno agevole il disinvestimento, una volta esaurito il contributo del fondo di venture capital alla crescita dell'impresa. Recenti analisi empiriche suggeriscono che il minore successo di questa forma di intermediazione in Europa rispetto agli Stati Uniti può anche riflettere la minore redditività dei progetti finanziati dal venture capital nel vecchio continente.

Le attività finanziarie e le operazioni di fusione e di acquisizione. – Nel 2006 le imprese italiane hanno aumentato gli investimenti in attività finanziarie da 83 a 92 miliardi. In connessione con l'attività di fusione e acquisizione sono aumentati gli acquisti netti di azioni e partecipazioni.

Sui mercati internazionali, il processo di concentrazione tra imprese, in corso dalla metà degli anni novanta e in notevole ripresa dal 2004, rimane intenso. Secondo le rilevazioni di Thomson Financial, che censisce le operazioni principali a livello mondiale, le fusioni e le acquisizioni di interessi di maggioranza annunciate nel 2006 da società non finanziarie sono state circa 7.600, per un valore di oltre 750 miliardi di euro, circa l'8 per cento in più rispetto all'anno precedente. L'attuale fase di consolidamento si caratterizza per una maggiore diffusione internazionale rispetto alle precedenti. La quota delle imprese statunitensi rimane preponderante, ma è diminuita dal 60 al 44 per cento tra il 1995-97 e lo scorso triennio; nello stesso arco di tempo la quota delle imprese dell'area dell'euro è aumentata dal 9 al 24 per cento. Il peso di Cina e India, pressoché nullo alla fine dello scorso decennio, è stato pari al 3 per cento nel 2006.

All'attuale processo di concentrazione concorrono sia la crescita delle quotazioni di borsa, che favorisce gli scambi azionari, sia l'innovazione tecnologica e la deregolamentazione di molti mercati (in particolare nel campo dei servizi), che richiedono alle imprese nuove strategie per affrontare la più intensa concorrenza e per conquistare nuovi mercati. Un'analisi empirica su oltre mille operazioni di fusione e acquisizione tra grandi imprese non finanziarie quotate, avvenute nei principali paesi tra il 1990 e il 2005, mostra che le società che ricorrono a queste transazioni sono generalmente aziende mature, con bassa redditività e crescita del fatturato e un ridotto tasso di accumulazione. Dopo la fusione, la redditività e la crescita delle imprese coinvolte non si discostano in maniera significativa dai valori registrati per le altre società quotate. Costituiscono una parziale eccezione le operazioni di fusione e acquisizione transfrontaliere, che vedono coinvolte imprese più dinamiche, per le quali in seguito alla transazione si registra un miglioramento della redditività.

Nel 2006 l'attività sul mercato del controllo societario è stata vivace anche nel nostro paese: le imprese italiane hanno annunciato 131 operazioni di concentrazione, per un valore di 9 miliardi, 2 in più rispetto all'anno precedente. Al netto dell'acquisizione da parte di Lottomatica di una società statunitense (per circa 4 miliardi), il settore maggiormente interessato è stato quello dell'energia. È diminuita la quota delle acquisizioni di società estere da parte di imprese italiane e, rispetto al passato, si è ridimensionato il peso delle controparti localizzate nei paesi dell'area dell'euro. Nel 2006 sono state inoltre annunciate 63 acquisizioni di società italiane, quasi tutte di piccole dimensioni, da parte di controparti estere. Tra le acquisizioni di grandi imprese italiane da parte di società straniere comunicate al mercato, rimane sospesa, in attesa della risoluzione di controversie legali tra autorità competenti e con le società coinvolte, l'operazione Abertis-Autostrade.

Nei primi mesi del 2007 l'Enel e un socio spagnolo hanno lanciato un'OPA per il controllo di Endesa, il principale produttore di energia elettrica iberico, per un valore complessivo di circa 40 miliardi. In aprile la maggiore società spagnola di telefonia, Telefónica, ha acquistato il pacchetto di maggioranza relativa della holding di controllo della Telecom.

13. I MERCATI FINANZIARI E GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

Nel 2006 i corsi azionari delle società italiane sono saliti in misura considerevole, in linea con quelli degli altri paesi dell'area dell'euro, riflettendo un andamento degli utili correnti delle società quotate superiore alle attese, in un contesto caratterizzato dal rialzo dei tassi di interesse reali.

I rendimenti nominali a lungo termine dei titoli di Stato sono aumentati, come negli altri principali paesi dell'area. Nell'arco del 2006 il differenziale di rendimento tra il BTP decennale e il corrispondente Bund tedesco è rimasto pressoché invariato.

Il rialzo dei tassi di interesse ha determinato un incremento del costo del finanziamento obbligazionario per le imprese; il differenziale di rendimento tra le obbligazioni denominate in euro delle società non finanziarie e i titoli di Stato è rimasto tuttavia invariato e molto contenuto. Sono aumentate in misura cospicua le emissioni nette di obbligazioni da parte delle banche, mentre sono rimaste contenute quelle delle società non finanziarie di grandi dimensioni; la presenza sul mercato delle imprese di media dimensione o a basso merito di credito è rimasta trascurabile.

Gli investitori istituzionali italiani hanno registrato un deflusso netto di risparmio per 5 miliardi (contro una raccolta netta di 68 miliardi nel 2005; tav. 13.1). Il risultato riflette principalmente un'accresciuta preferenza delle famiglie italiane per l'investimento diretto in titoli di Stato italiani. Lo sviluppo degli investitori istituzionali italiani resta limitato nel confronto internazionale, soprattutto a causa dello scarso sviluppo dei fondi pensione.

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite
(milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo			
	2005	2006 (1)	2005	2006 (1)	Quote percentuali	
					2005	2006 (1)
Fondi comuni (2)	-3.788	-39.181	416.628	391.021	30,2	27,6
Assicurazioni (3)	44.130	21.578	417.957	439.535	30,3	31,1
Fondi pensione (4)	4.173	2.408	34.655	37.062	2,5	2,6
Gestioni patrimoniali	35.410	26.719	512.713	547.580	37,1	38,7
Totale	**79.925**	**11.524**	**1.381.953**	**1.415.198**	**100,0**	**100,0**
Totale consolidato (5)	**68.244**	**-4.573**	**1.110.003**	**1.122.010**	**–**	**–**
in percentuale del PIL	*4,8*	*-0,3*	*78,0*	*76,0*	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Isvap, ANIA e Covip.
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni e Sicav di diritto italiano. – (3) Riserve tecniche. – (4) Attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle SGR e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti.

I titoli del settore pubblico

L'offerta e la domanda di titoli. – Nel 2006 le emissioni nette di titoli pubblici italiani sono rimaste invariate rispetto all'anno precedente, a 38 miliardi (cfr. nell'Appendice la tav. a13.1). La consistenza alla fine dell'anno in rapporto al PIL è scesa dall'87,8 all'87,4 per cento.

La vita media residua dei titoli di Stato è rimasta stabile a 6 anni e 7 mesi, mentre la durata finanziaria media è diminuita di 2 mesi, a 4 anni e 8 mesi; la riduzione è riconducibile al generalizzato aumento dei rendimenti su tutte le scadenze e non a mutamenti nelle politiche di emissione. A fronte di rimborsi netti di CTZ e di CCT si sono avute emissioni nette di BOT e di BTP. In quest'ultimo comparto sono aumentate le emissioni nette dei titoli trentennali (da 6,1 a 8,3 miliardi), mentre sono diminuite quelle dei titoli indicizzati ai prezzi al consumo dell'area dell'euro (da 18,8 a 12,0 miliardi). L'incidenza di questi ultimi sulla consistenza totale di titoli pubblici è tuttavia salita, dal 3,7 al 4,5 per cento.

Le emissioni nette delle Amministrazioni locali italiane sono rimaste sostanzialmente invariate a 6,8 miliardi; alla fine del 2006 la consistenza di questi titoli ammontava a 35,7 miliardi, pari al 2,8 per cento del totale dei titoli del settore pubblico.

Nel 2006 è fortemente aumentata la quota delle emissioni facenti capo alle Regioni (dal 17 al 76 per cento), mentre si è ridotta quella delle Province (dal 18 al 7 per cento) e quella dei Comuni (dal 65 al 17 per cento). La quota di titoli a tasso variabile sul totale delle nuove emissioni delle Amministrazioni locali è cresciuta rispetto all'anno precedente (dal 30 al 48 per cento). La durata media all'emissione è lievemente salita (da 21,3 a 21,9 anni).

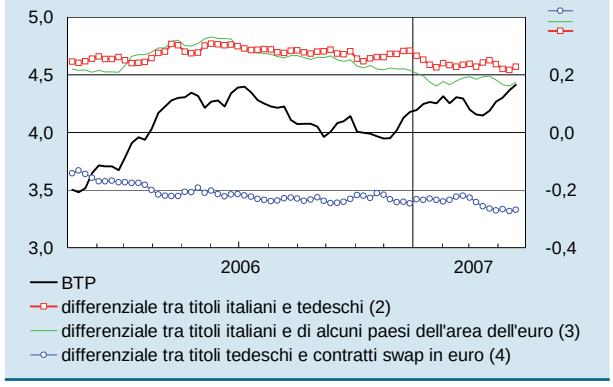
Le famiglie e le imprese sono tornate a effettuare cospicui acquisti netti di titoli pubblici a breve termine e indicizzati, a fronte di cessioni nette di titoli da parte dei fondi comuni di diritto italiano e di un forte calo degli acquisti netti da parte degli investitori esteri. Le banche hanno acquistato importi netti considerevolmente inferiori a quelli dell'anno precedente, concentrati soprattutto sui titoli a tasso fisso con scadenza superiore all'anno.

I tassi di interesse. – Nei primi sei mesi del 2006 i tassi di interesse sui titoli di Stato a medio e a lungo termine sono gradualmente aumentati, in linea con la tendenza rilevata nell'area dell'euro (fig. 13.1); a luglio il rialzo si è arrestato. Nell'anno il rendimento dei titoli decennali è aumentato dal 3,5 al 4,2 per cento. Nel primo quadrimestre del 2007 i tassi di interesse a medio e a lungo termine hanno ripreso a salire, in connessione con il miglioramento delle aspettative sulla crescita economica dell'area dell'euro.

Figura 13.1

Rendimento lordo dei BTP decennali e principali differenziali di interesse (1)

(dati medi settimanali; valori e punti percentuali)

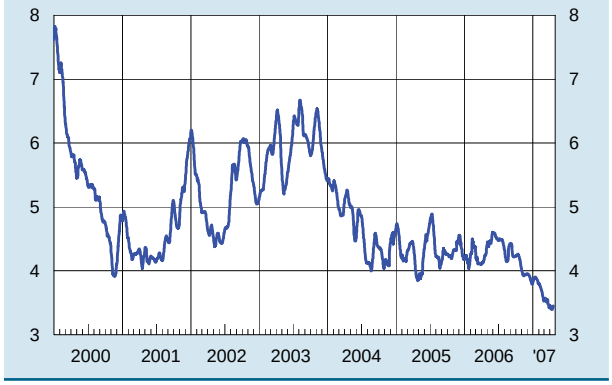


Fonte: elaborazioni su dati Bloomberg.
(1) Tassi benchmark. – (2) Differenziale tra il BTP e il corrispondente titolo Bund aggiustato per tenere conto della loro diversa vita residua. Scala di destra. – (3) Differenziale tra il BTP e la media semplice dei corrispondenti titoli di Stato di tre paesi dell'area dell'euro che nel 2005 hanno registrato un avanzo di bilancio (Belgio, Finlandia e Spagna). Scala di destra. – (4) Differenziale tra il Bund decennale e il tasso swap in euro. Scala di destra.

Il differenziale di rendimento tra il BTP benchmark decennale e il corrispondente titolo tedesco si è collocato in media su un livello contenuto. Il differenziale ha raggiunto un massimo di 30 centesimi di punto percentuale alla fine del primo quadrimestre del 2006, in occasione dello svolgimento delle elezioni politiche in Italia e del generalizzato aumento degli spread obbligazionari sui mercati internazionali. È poi gradualmente ridisceso, portandosi attorno a 23 centesimi di punto nel primo trimestre del 2007. La revisione al ribasso del rating del debito pubblico italiano effettuata da due agenzie specializzate lo scorso ottobre non ha avuto effetti apprezzabili sul differenziale.

Figura 13.2

Variabilità attesa dei Bund decennali (1)
(media mobile dei 20 giorni che terminano in quello indicato; valori percentuali in ragione d'anno)



Fonte: Bloomberg.
(1) Volatilità implicita nelle opzioni sui futures quotati all'Eurex.

La variabilità implicita dei tassi a lungo termine, ricavata dai prezzi delle opzioni sui futures sul Bund decennale, è lievemente diminuita rispetto ai livelli già molto contenuti dell'anno precedente (fig. 13.2); un ulteriore netto calo si è registrato nel primo quadrimestre del 2007. Il basso livello della variabilità delle quotazioni, comune alle principali classi di attività finanziarie e ai maggiori mercati, riflette diversi fattori, tra cui la favorevole fase congiunturale, l'aumento della liquidità nei mercati finanziari (anche in connessione con lo sviluppo di operatori e strumenti innovativi), l'accresciuta credibilità antinflazionistica e la maggiore prevedibilità della politica monetaria (cfr. il capitolo della sezione D: *Il mercato dei valori mobiliari* nella Relazione sull'anno 2005 e *The recent behaviour of financial market volatility*, in *BIS Papers*, no. 29, August 2006 e in *Banca d'Italia Occasional Papers*, n. 2, agosto 2006).

Il mercato delle obbligazioni delle imprese e delle banche

Le emissioni nette. – Nel 2006 le emissioni nette di obbligazioni delle società italiane sono aumentate ancora, a 81 miliardi (78 nel 2005; tav. 13.2). L'incremento è quasi interamente ascrivibile ai collocamenti delle banche, volti a mantenere la durata finanziaria dell'attivo in linea con quella del passivo. Le emissioni nette da parte di imprese non finanziarie, pur in aumento, sono rimaste molto contenute e circoscritte alle aziende di grandi e medie dimensioni; dopo diversi anni di assenza, ha fatto ritorno sul mercato la società Fiat, che ha collocato 2 miliardi di euro di titoli a tasso fisso nei primi mesi dell'anno.

Il ricorso al mercato obbligazionario delle imprese non finanziarie italiane rimane limitato; la quota sul PIL dello stock di debito obbligazionario è pari al 3 per cento, contro il 7 per cento nel complesso dell'area. I collocamenti sono aumentati con l'avvio della politica monetaria unica, rimanendo su valori elevati fino al 2004; sono ridiscesi nell'ultimo biennio. La gran parte dei volumi è ascrivibile a un numero ristretto di prenditori di grandi dimensioni e con rating elevato; circa l'80 per cento delle emissioni lorde dal 1995 al 2006 è concentrato nei settori automobilistico, delle autostrade, dell'energia e delle telecomunicazioni (la quota di quest'ultimo è pari al 45 per cento del totale). Il ricorso al mercato

da parte di emittenti di media dimensione o con basso merito di credito, che aveva registrato qualche segnale di crescita fino al 2003, si è poi pressoché annullato, risentendo degli effetti sulla fiducia degli investitori dei fallimenti di Cirio e Parmalat.

Tavola 13.2

Obbligazioni a medio e a lungo termine di banche e imprese (1)
(valori nominali; milioni di euro)

VOCI	Emissioni nette (2)			Consistenze			in % del PIL
	2004	2005	2006	2004	2005	2006	2006
Banche	43.048	41.502	60.371	442.868	484.370	544.742	37
Altre società finanziarie	14.938	35.842	16.075	126.909	162.831	185.299	13
Società non finanziarie	8.848	1.086	4.438	45.002	46.167	50.626	3
Totale	**66.834**	**78.430**	**80.844**	**614.779**	**693.368**	**780.667**	**53**
Per memoria:							
mercato internazionale (3)	68.622	55.685	80.430	256.060	312.345	392.665	27

(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.

In Italia le emissioni nette di titoli obbligazionari a fronte di operazioni di cartolarizzazione si sono fortemente ridotte rispetto all'anno precedente (da 31 a 19 miliardi); parte del calo è dovuto ai minori volumi collocati da enti del settore pubblico. La quota più elevata di operazioni di cartolarizzazione ha riguardato la cessione di mutui residenziali (residential mortgage-backed security) da parte delle aziende di credito. Tra le operazioni di cartolarizzazione, resta limitato il ricorso da parte di società italiane a collocamenti di CDO (collateralised debt obbligation, strumenti di debito garantiti da portafogli composti da prestiti, obbligazioni o credit default swap). Si sono avute emissioni di covered bond (titoli garantiti da attività che rimangono nel bilancio del prenditore) pari a 4 miliardi, come nel 2005.

Nel 2006 la Cassa depositi e prestiti era l'unica società italiana autorizzata all'emissione di covered bond (Infrastrutture Spa, che pure era autorizzata, è stata incorporata dalla Cassa stessa all'inizio del 2006). Nel maggio del 2007 è stato completato l'iter normativo, iniziato con la legge 14 maggio 2005, n. 80, che permette anche alle banche italiane con adeguati requisiti patrimoniali di emettere i covered bond (cfr. il capitolo 16: *L'azione di vigilanza*).

In base ai dati forniti dalla Bond Market Association nel 2006, in Europa le emissioni lorde di titoli garantiti da attività patrimoniali (cartolarizzazioni e covered bond) hanno raggiunto i 666 miliardi di euro, un massimo storico. Le operazioni di cartolarizzazione, aumentate del 40 per cento, costituiscono il 69 per cento del totale; sono rimaste pressoché invariate le emissioni dei covered bond. La quota italiana sul totale delle cartolarizzazioni è diminuita dal 12 all'8 per cento, quella relativa ai covered bond è rimasta al 3. Le cartolarizzazioni effettuate mediante emissioni di CDO sono aumentate dal 15 al 19 per cento del totale, quelle garantite da mutui residenziali dal 44 al 53 per cento; la quota italiana di queste ultime è passata dal 14 al 15 per cento.

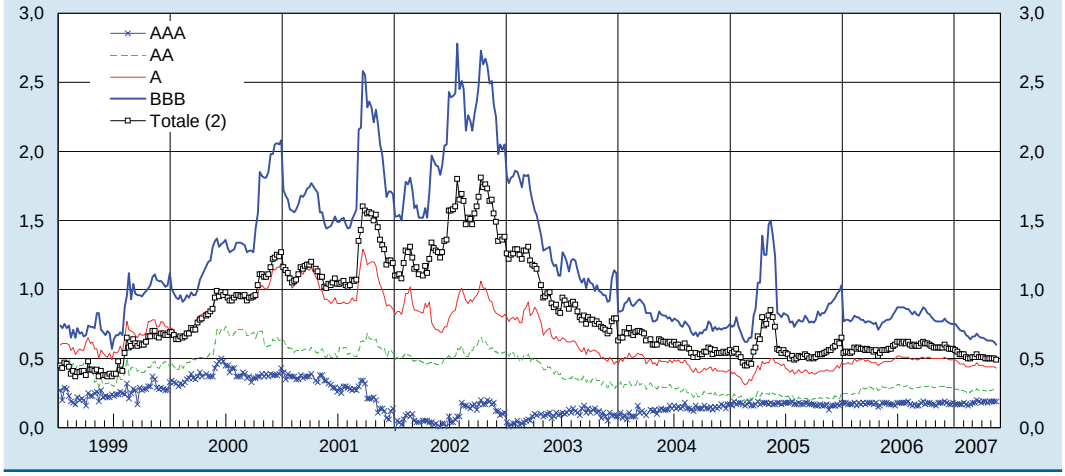
Negli ultimi anni, la ricerca di rendimenti più elevati da parte di banche d'affari e hedge fund e l'elevata domanda di titoli obbligazionari da parte di compagnie d'assicurazione e fondi pensione, alla ricerca di strumenti per la copertura dei propri rischi finanziari, hanno favorito un'intensa attività di cartolarizzazione degli attivi bancari attraverso l'emissione di CDO. Nel 2006, secondo i dati della Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), le emissioni mondiali di CDO hanno raggiunto i 490 miliardi di dollari, un importo doppio rispetto all'anno precedente.

I rendimenti. – Sull'euromercato gli spread delle obbligazioni denominate in euro emesse da società non finanziarie con elevato merito di credito (con rating non inferiore a BBB- o Baa3) sono rimasti estremamente contenuti, pur registrando un temporaneo rialzo in maggio e in giugno in concomitanza con la brusca correzione dei mercati azionari e l'incremento del prezzo del petrolio. Alla fine del 2006, il differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato di analoga durata era pari a circa 0,6 punti percentuali, come l'anno precedente (fig. 13.3).

In un quadro ancora caratterizzato dalla bassa incidenza delle insolvenze, i differenziali di rendimento delle obbligazioni private sull'euromercato non hanno risentito in modo evidente dei rialzi dei tassi ufficiali. A partire dalla seconda metà del 2005 i giudizi delle agenzie specializzate segnalano tuttavia una moderata erosione del merito di credito sul mercato internazionale. La crescita delle operazioni che trasferiscono rischi dagli azionisti ai debitori, quali i buy-back, le generose politiche di distribuzione dei dividendi, le operazioni di fusione e acquisizione basate su un ampio ricorso alla leva finanziaria (leveraged buy-out), in prospettiva potrebbero determinare una revisione al ribasso del merito di credito degli emittenti.

Figura 13.3

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) Obbligazioni con elevato merito di credito (ossia con rating non inferiore a BBB- o Baa3).

I differenziali rispetto agli analoghi titoli di Stato dei titoli in euro emessi da società italiane sono rimasti in linea con quelli degli emittenti degli altri paesi dell'area con analoghe caratteristiche, sia sul mercato primario sia su quello secondario. I differenziali delle obbligazioni con più basso merito di credito sono rimasti attorno ai valori minimi storici; quelli dei titoli della Fiat si sono notevolmente ridotti, proseguendo la tendenza iniziata lo scorso anno grazie alla ripresa della redditività del gruppo, cui è corrisposto, lo scorso febbraio, un miglioramento del merito di credito assegnato all'azienda dalle agenzie di rating.

Nel primo quadrimestre del 2007, i differenziali di rendimento delle obbligazioni delle imprese italiane con elevato merito di credito sono lievemente diminuiti, in linea

con il mercato; quelli dei titoli più rischiosi sono calati in maggior misura, grazie anche alla netta diminuzione nel settore automobilistico. Il mercato obbligazionario non ha risentito in modo significativo della turbolenza dei mercati azionari e del temporaneo aumento della volatilità registrati tra la fine di febbraio e marzo.

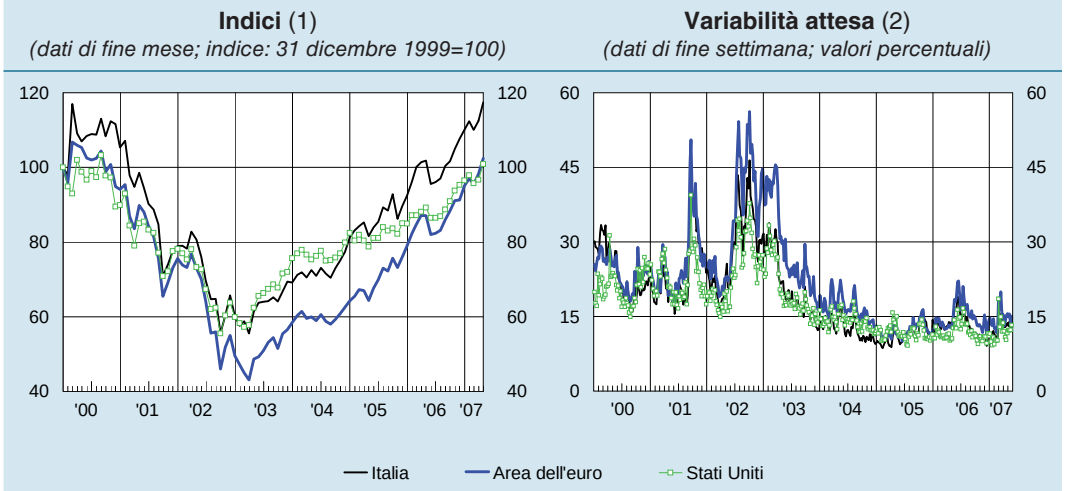
Nel 2006 i premi sui credit default swap (CDS) sulle principali banche e assicurazioni italiane sono rimasti sui bassi valori del 2005, collocandosi in linea con quelli sulle società internazionali corrispondenti; sono diminuiti quelli dei principali emittenti del settore industriale. I premi sui CDS delle società italiane si sono mossi in linea con i corrispondenti spread obbligazionari.

Il mercato azionario

L'andamento delle quotazioni azionarie e delle contrattazioni. – Nel 2006 le quotazioni azionarie delle società italiane hanno registrato una crescita sostenuta; l'indice Mib storico è salito del 19 per cento, un valore in linea con quello dell'indice relativo alle maggiori società dell'area dell'euro (fig. 13.4). Le società italiane quotate hanno continuato a distribuire dividendi generosi: il controvalore degli utili distribuiti è stato pari al 3,2 per cento della capitalizzazione totale, contro un valore medio per l'area dell'euro pari a 2,5. L'indice italiano TechSTAR, riguardante le imprese innovative operanti nei settori ad alto contenuto tecnologico, è cresciuto del 17 per cento, contro l'8 del corrispondente listino britannico Techmark e il 10 dello statunitense Nasdaq.

Figura 13.4

Mercati azionari



Fonte: elaborazione su dati Bloomberg.
(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poor's per gli Stati Uniti. – (2) Volatilità implicita nelle opzioni sugli indici delle principali borse.

Nel primo quadrimestre del 2007 le quotazioni sono ulteriormente cresciute sia in Italia sia nell'area dell'euro (3 e 2 per cento, rispettivamente). Il forte calo registrato nella prima metà di marzo, a seguito di tensioni originatesi nelle borse valori cinesi, è stato rapidamente riassorbito nelle due settimane successive (cfr. il riquadro: *Le recenti turbolenze sui mercati finanziari*, in *Bollettino Economico*, n. 48, 2007, p. 9).

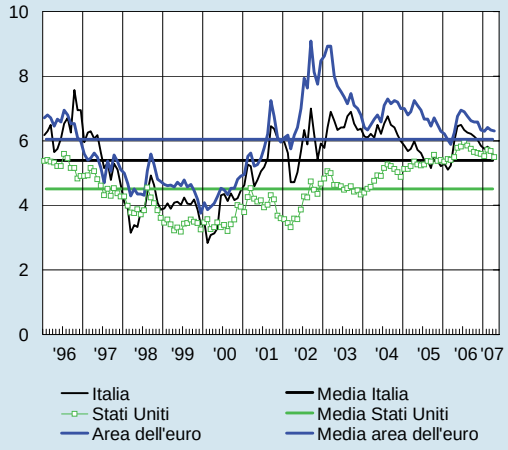
I corsi azionari sono stati sostenuti dall'andamento molto favorevole degli utili correnti delle società quotate in un contesto caratterizzato dal rialzo dei tassi di interesse e da una lieve diminuzione dei tassi di crescita degli utili attesi nel medio termine.

La variabilità dei corsi delle società italiane implicita nei prezzi delle opzioni, aumentata temporaneamente tra maggio e giugno in concomitanza con l'emergere di incertezze sull'evoluzione futura della politica monetaria negli Stati Uniti e con il rialzo del prezzo del petrolio, è rimasta su livelli storicamente bassi (cfr. il paragrafo: *I titoli del settore pubblico*).

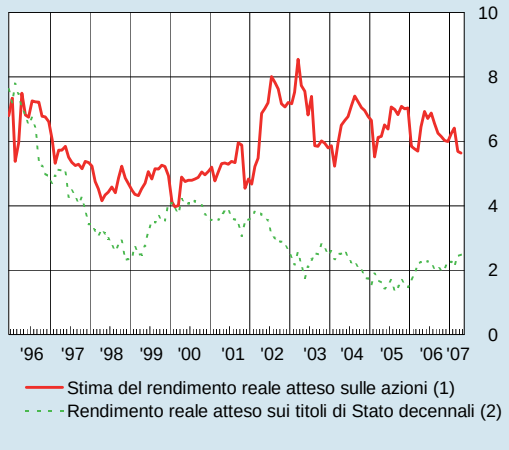
Nel 2006 il rapporto tra utili correnti e capitalizzazione per l'Italia è salito da 5,2 a 5,8, un valore prossimo a quello medio storico dell'ultimo ventennio (fig. 13.5). Alla fine del 2006 il rendimento reale atteso dell'investimento in azioni, stimato sulla base delle previsioni di crescita degli utili, era pari al 5,5 per cento, contro un rendimento reale atteso dei titoli di Stato a lunga scadenza pari al 2,1 per cento.

Figura 13.5

Rapporto tra utili correnti e capitalizzazione di borsa (1)
(dati di fine mese; valori percentuali)



Rendimento reale atteso su azioni e titoli di stato
(dati mensili; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati IBES, Consensus Economics, Bloomberg e Thomson Financial.
(1) I valori medi sono calcolati dal gennaio 1990. – (2) Il rendimento reale atteso è stimato come differenziale fra il tasso di rendimento implicitamente utilizzato dagli investitori per scontare i dividendi futuri attesi e le aspettative di inflazione di lungo periodo rilevate da Consensus Economics. Le variabili di borsa si riferiscono a una media ponderata degli indici MSCI per Germania, Francia e Italia. – (3) Differenza tra il tasso d'interesse sui titoli di Stato a 10 anni e le aspettative di inflazione di lungo periodo.

Nella borsa italiana sono aumentate in misura marcata le quotazioni del settore metallurgico e di quello automobilistico (96 e 66 per cento, rispettivamente); l'andamento di questi due comparti è ascrivibile principalmente ai buoni risultati economici di Tenaris, azienda tra i principali produttori mondiali di tubi in acciaio, e della Fiat. I corsi delle imprese fornitrici di servizi di pubblica utilità sono cresciute del 24 per cento; l'aumento è risultato particolarmente elevato per le aziende del comparto elettrico, che hanno beneficiato del processo di concentrazione avviatosi tra i principali operatori dell'area dell'euro e che ha interessato l'Enel. Le quotazioni del settore bancario (cresciute del 24 per cento) sono state sospinte dall'avvio del processo di aggregazione tra alcune aziende di credito, oltre che da una elevata redditività operativa. Rendimenti inferiori a quelli di mercato sono stati invece rilevati nei comparti dei prodotti petroliferi (9 per cento), dei media (1 per cento) e delle telecomunicazioni (-6 per cento). Negli altri paesi dell'area dell'euro si sono avuti andamenti settoriali analoghi.

Un'analisi dei rendimenti azionari mensili, relativi al periodo 1991-2006, dei titoli di società classificate in 10 settori dei 12 paesi che al dicembre 2006 avevano adottato l'euro mostra che, dalla fine del 1998, è aumentata significativamente la quota di variabilità delle quotazioni spiegata dall'appartenenza di un titolo azionario a un settore rispetto a quella spiegata dall'appartenenza a un paese. Questa evidenza indica che strategie di diversificazione dei portafogli tra settori offrono oggi agli investitori più possibilità che in passato per contenere il rischio. Il risultato discende dalla crescita dell'integrazione finanziaria tra i paesi dell'area dell'euro e dall'aumento del grado di sincronizzazione dei loro cicli economici; è inoltre possibile che su di essi abbia influito il processo di convergenza dei valori nominali delle grandezze macroeconomiche registrato negli anni precedenti l'avvio della terza fase della UEM.

Il rendimento delle azioni del listino STAR, riservato a società di media capitalizzazione che rispondono a elevati requisiti in termine di informazione e governo societario, è stato superiore a quello dell'indice generale (26 per cento) per il terzo anno consecutivo.

L'offerta e la domanda di azioni. – Sulla piazza finanziaria italiana è proseguita la ripresa delle operazioni di prima quotazione in borsa. Lo scorso anno sul listino principale si sono quotate 21 nuove società (contro 15 nel 2005), di cui 9 sul segmento STAR e 7 sul mercato Expandi (dedicato alle piccole e medie imprese); come nel 2005, non si sono avuti ingressi nel listino TechSTAR. Il capitale raccolto dalle società quotate è inferiore all'1 per cento della capitalizzazione media annua complessiva. Nell'area dell'euro le operazioni di prima quotazione sono cresciute considerevolmente rispetto all'anno precedente (da 99 a 201).

Alla fine dello scorso dicembre erano quotate presso Borsa Italiana 284 società italiane, contro 275 alla fine del 2005 (tav. 13.3). L'andamento dei corsi ha determinato una crescita della capitalizzazione da 677 a 779 miliardi e dal 48 al 53 per cento del PIL; il rapporto tra capitalizzazione e PIL era pari al 54 per cento in Germania, al 101 nei quattro paesi del circuito Euronext (Belgio, Francia, Paesi Bassi e Portogallo), al 150 nel Regno Unito e al 145 negli Stati Uniti.

In luglio è diventato operativo il nuovo segmento della Borsa Italiana "MTA International" dedicato ad azioni di emittenti di diritto estero e con elevata capitalizzazione già negoziate in altri mercati regolamentati dell'area dell'euro. Le modalità di negoziazione del nuovo segmento sono le medesime adottate per il segmento Blue Chip. A fine anno il segmento contava 23 società quotate.

Lo scorso dicembre è stata annunciata l'introduzione, nella prima metà del 2007, del Mercato alternativo del capitale (MAC), un sistema di scambi organizzati gestito da Borsa Italiana, dedicato alle piccole e medie imprese e riservato esclusivamente agli investitori istituzionali. L'iniziativa, ispirata all'esperienza dell'Alternative Investment Market (AIM) di Londra, si propone di facilitare l'accesso al capitale di rischio per tali imprese attraverso un mercato in cui i titoli e gli operatori ammessi non sono assoggettati alla disciplina specifica e alla autorizzazione delle autorità di vigilanza in materia di mercati regolamentati; rispetto al mercato Expandi del listino ufficiale, dedicato alle piccole e medie imprese, esso contempla procedure di quotazione semplificate e meno onerose e un sostanziale alleggerimento degli adempimenti di informazione al mercato, pur nella salvaguardia della trasparenza e della tutela degli investitori.

L'esperienza inglese dell'AIM ha evidenziato che tali mercati facilitano notevolmente la raccolta di capitale azionario per le imprese più innovative. Essi possono tuttavia risultare rischiosi per gli investitori nel medio termine; in confronto all'indice generale della borsa britannica negli ultimi tre anni, l'AIM ha registrato una crescita inferiore del 4 per cento all'anno e un analogo livello di variabilità.

Tavola 13.3

Principali indicatori di borsa
(milioni di euro, salvo diversa indicazione)

VOCI	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Variazione dei corsi (1)	-25,1	-23,7	14,9	17,5	20,0	19,0
Società italiane quotate (numero a fine anno)	288	288	271	269	275	284
di cui: *al segmento STAR*	*37*	*41*	*40*	*46*	*70*	*75*
Capitalizzazione (2)	592.319	457.992	487.446	568.901	676.606	778.501
in percentuale del PIL	*48,6*	*36,3*	*37,5*	*43,1*	*47,7*	*52,8*
composizione percentuale: (3)						
industriali	*23*	*25*	*23*	*23*	*26*	*29*
assicurativi	*13*	*11*	*12*	*12*	*12*	*10*
bancari	*23*	*22*	*26*	*25*	*32*	*33*
finanziari	*3*	*3*	*4*	*3*	*4*	*4*
servizi	*39*	*39*	*35*	*37*	*26*	*24*
Totale	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
Emissioni lorde di azioni (4)	6.171	3.894	8.710	3.197	12.599	6.098
di cui: *al segmento STAR*	*86*	*264*	*26*	*89*	*279*	*290*
Capitalizzazione società di nuova quotazione (5)	10.554	5.142	1.412	5.999	6.405	12.919
di cui: *società estere*	*..*	*2.067*	*..*	*..*	*..*	*..*
di cui: *al segmento STAR*	*..*	*..*	*..*	*..*	*797*	*3.620*
Dividendi distribuiti (6)	15.889	18.650	17.030	22.517	23.708	24.861
Rapporto utili/capitalizzazione (7)	6,0	5,9	6,4	6,0	5,2	5,9
Rapporto dividendi/capitalizzazione (7)	2,8	3,8	3,4	3,4	3,0	3,2
Controvalore degli scambi:						
mercato di borsa (8)	*620.004*	*572.940*	*580.703*	*641.376*	*893.853*	*1.078.390*
futures sull'indice S&P/MIB (9)	*829.416*	*673.836*	*527.024*	*467.122*	*585.445*	*761.580*
opzioni sull'indice S&P/MIB (9)	*246.555*	*176.513*	*153.998*	*152.839*	*209.526*	*262.312*
Turnover (10)	88	109	123	121	144	148

Fonte: Borsa italiana e Thomson Financial.
(1) Variazione percentuale dell'indice Mib storico nel corso dell'anno. – (2) Valore di fine periodo. Società italiane. – (3) I dati non includono il mercato Expandi. – (4) Il valore delle emissioni è dato dal prodotto tra il numero di azioni emesse e il loro prezzo di emissione. Società italiane. – (5) Somma del valore della capitalizzazione di ciascuna società alla data di collocamento. – (6) Dati Mediobanca fino al 2003. Dal 2004, elaborazioni su dati Borsa Italiana. – (7) Dato di fine periodo. Valori percentuali. Utili e dividendi correnti. – (8) Società italiane. – (9) Dal settembre 2004 sostituisce il precedente contratto sull'indice Mib30. – (10) Rapporto percentuale tra controvalore annuo degli scambi e capitalizzazione media dell'anno. Società italiane.

I fondi comuni di investimento

La raccolta e il patrimonio netto. – Nel 2006 si è notevolmente accentuato il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni armonizzati italiani (-50,2 miliardi, contro -18,1 miliardi nel 2005; tav. 13.4). Esso è stato solo in parte compensato dalla raccolta netta delle altre tipologie di fondi italiani (aperti e chiusi) e da quella dei fondi esteri istituiti da intermediari italiani (11,0 e 11,8 miliardi, rispettivamente). I riscatti netti di

quote di fondi armonizzati italiani hanno interessato tutti i comparti tranne quello dei flessibili. La raccolta netta dei fondi comuni è stata leggermente negativa in Germania e in Spagna ma è ulteriormente aumentata nel complesso degli altri paesi dell'area dell'euro (cfr. nell'Appendice la tav. a13.9).

Tavola 13.4

Fondi comuni: struttura del mercato (1)
(numero di unità e milioni di euro)

VOCI	Numero (2)		Patrimonio netto		Raccolta netta	
	2005	2006	2005	2006	2005	2006
Fondi aperti armonizzati	871	842	352.103	311.582	-18.062	-50.183
Azionari	376	346	74.845	68.770	-7.983	-12.133
Bilanciati	71	64	33.214	30.790	779	-3.175
Obbligazionari	306	302	157.359	121.255	-2.737	-36.848
Monetari	42	40	72.840	67.009	-11.373	-7.079
Flessibili	76	90	13.845	23.758	3.252	9.052
Fondi aperti non armonizzati	354	417	50.164	60.047	11.476	8.026
Fondi aperti speculativi	162	206	16.957	23.592	4.494	5.543
di cui: *fondi di fondi*	*152*	*193*	*16.471*	*22.411*	*4.364*	*4.906*
Altri tipi di fondi aperti	192	211	33.207	36.455	6.982	2.483
di cui: *fondi di fondi*	*142*	*135*	*18.988*	*20.897*	*5.442*	*1.089*
Totale fondi aperti	**1.225**	**1.259**	**402.267**	**371.629**	**-6.586**	**-42.157**
Fondi chiusi mobiliari	69	75	2.385	3.182	-48	359
di cui: *riservati*	*48*	*61*	*1.631*	*2.484*	*36*	*501*
Fondi chiusi immobiliari	60	116	11.976	16.210	2.846	2.617
di cui: *riservati*	*37*	*88*	*5.910*	*8.893*	*2.247*	*1.808*
Totale fondi chiusi	**129**	**191**	**14.361**	**19.392**	**2.798**	**2.976**
Totale	**1.354**	**1.450**	**416.628**	**391.021**	**-3.788**	**-39.181**
Per memoria:						
Fondi esteri istituiti da intermediari italiani (3)	695	742	182.846	202.553	18.328	11.781
di cui: *speculativi*	….	*20*	*3.708*	*5.780*	*120*	*898*

Fonte: Banca d'Italia e Assogestioni.
(1) Sono incluse le Sicav. – (2) Per i fondi italiani, fondi operativi alla fine dell'anno indicato. Per i fondi esteri, fondi acquistati da investitori italiani. – (3) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote detenute e sottoscritte, rispettivamente, da investitori italiani ed esteri. I dati sulla raccolta sono al netto dei rimborsi.

Il consistente deflusso netto di risparmio dai fondi comuni armonizzati di diritto italiano ha riflesso una aumentata preferenza delle famiglie italiane per l'investimento diretto in attività finanziarie a basso rischio, quali i titoli di Stato e le obbligazioni bancarie (cfr. il capitolo 12: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). In una fase di risalita dei tassi d'interesse reali sui titoli di Stato, questa ricomposizione di portafoglio è stata verosimilmente favorita dal basso livello dei rendimenti conseguiti in media dai fondi obbligazionari e da quelli monetari, pari, rispettivamente, allo 0,4 e all'1,9 per cento. Il deflusso netto di risparmio dai fondi comuni armonizzati di diritto italiano continua inoltre a risentire della strategia di offerta delle banche, volta a orientare la clientela verso i fondi di società controllate residenti in centri finanziari esteri, dove è più favorevole la tassazione del reddito di impresa, piuttosto che verso i propri fondi di diritto italiano. Infine, la progressiva apertura della rete distributiva all'offerta di prodotti di intermediari esteri potrebbe aver contribuito a ridurre il flusso di risparmio raccolto dai prodotti italiani.

Alla fine del 2006 il patrimonio netto dei fondi comuni armonizzati facenti capo a intermediari italiani era sceso a 508 miliardi (531 alla fine del 2005). L'incidenza sul patrimonio netto complessivo dei fondi dell'area dell'euro è scesa di oltre due punti percentuali, al 10,8 per cento. Per i fondi comuni non armonizzati, le risorse complessive di quelli istituiti da intermediari italiani ammontavano a 85 miliardi, pari al 9,9 per cento del totale dell'area.

L'offerta di fondi. – Nel 2006 è proseguita in Italia la fase di consolidamento del settore dei fondi aperti armonizzati, il cui numero è sceso per il terzo anno consecutivo. Ha invece continuato a espandersi l'offerta di nuove tipologie di fondi comuni quali i fondi speculativi e i fondi chiusi immobiliari (cfr. il capitolo 15: *Struttura, redditività, patrimonio e rischi degli intermediari*). In rapporto al patrimonio complessivo dei fondi comuni italiani, il peso dei fondi aperti armonizzati è sceso di cinque punti percentuali, all'80 per cento, a favore soprattutto dei fondi speculativi, la cui incidenza è salita dal 4 al 6 per cento.

Nel 2006 è salito il peso della raccolta lorda del totale dei fondi aperti effettuata attraverso le banche, dal 76 al 78 per cento, mentre sono scese le quote delle SIM e delle SGR (dal 13 al 10 e dal 9 all'8 per cento, rispettivamente). I pesi dei collocamenti lordi alle famiglie dei fondi speculativi e delle altre tipologie di fondi aperti sono cresciuti, dal 32 al 35 per cento e dal 67 all'84 per cento del totale dei rispettivi comparti.

Al fine di incentivare l'investimento in attività immobiliari, con la legge finanziaria per il 2007 (legge 27 dicembre 2006, n. 296) è stata istituita la Società di investimento immobiliare quotata (SIIQ), uno strumento di investimento analogo a quello presente sui mercati anglosassoni con il nome di Real Estate Investment Trust (REIT). In base alla normativa, una società può optare per la qualifica di SIIQ, beneficiando dell'esenzione fiscale dall'Ires e dall'IRAP per i redditi societari, qualora soddisfi determinati requisiti relativi all'assetto societario e alla distribuzione degli utili; essa deve inoltre svolgere prevalentemente attività di locazione di immobili, essere residente in Italia e quotata presso mercati regolamentati italiani.

La SIIQ, pur usufruendo di un trattamento fiscale sostanzialmente analogo a quello dei fondi comuni immobiliari di diritto italiano, differisce da questi ultimi poiché: deve svolgere prevalentemente attività di locazione, cosa non obbligatoria per i fondi immobiliari; può liberamente scegliere il proprio grado ottimale di indebitamento, mentre nei fondi immobiliari i debiti non possono superare alcune soglie stabilite dalla normativa in funzione delle attività detenute; il controllo degli amministratori viene realizzato attraverso l'assemblea degli azionisti, mentre nei fondi immobiliari i controlli avvengono principalmente attraverso prescrizioni normative sulla professionalità degli amministratori, sui requisiti patrimoniali della SGR e sui limiti agli investimenti del fondo.

È continuata la forte crescita del mercato degli exchange-traded fund (ETF), strumenti negoziati su mercati regolamentati che replicano indici finanziari e si caratterizzano per i bassi costi di gestione e l'alta liquidità delle quote.

Nel 2006 il volume totale delle contrattazioni degli ETF alla borsa di Milano ha raggiunto i 17 miliardi, il doppio dell'anno precedente. L'offerta di fondi continua a espandersi a ritmo sostenuto: alla fine dell'anno erano quotati 87 ETF (30 alla fine del 2005). Inoltre, nei primi mesi del 2007 sono stati ammessi alla quotazione 32 ETC (exchange-traded commodities), fondi assimilabili agli ETF che si prefiggono di replicare l'andamento di indici di prezzi di materie prime. Anche nelle altre principali borse dell'area il numero degli ETF quotati è aumentato sensibilmente, passando da 77 a 171 nella borsa di Francoforte e da 95 a 160 nel mercato Euronext.

Lo scorso aprile è stato istituito da Borsa Italiana il mercato ETF Plus, un segmento del mercato di borsa dedicato alla negoziazione degli ETF e degli ETC. Tale mercato

prevede la quotazione di ETF strutturati, attività che consentono di amplificare i rendimenti degli indici che replicano mediante il ricorso alla leva finanziaria o di proteggere l'investimento da eccessivi ribassi mediante tecniche di protezione del capitale basate sull'acquisto di opzioni.

Composizione del portafoglio. – Riflettendo il forte deflusso netto di risparmio, le vendite nette da parte dei fondi comuni armonizzati italiani hanno riguardato tutte le principali tipologie di titoli, fatta eccezione per le azioni di altri paesi dell'area dell'euro (tav. 13.5). La quota di portafoglio dei titoli di Stato italiani a breve termine o indicizzati e di quelli esteri è scesa complessivamente di quasi 5 punti percentuali. Alla fine del 2006, le azioni italiane rappresentavano il 6,7 per cento del portafoglio, quelle estere il 24,4 per cento.

Tavola 13.5

Fondi comuni mobiliari: portafoglio titoli (1)
(milioni di euro e quote percentuali)

VOCI	2005	2006	1° trim. 2007 (2)	2005	2006	Marzo 2007 (2)
	Flussi netti			Consistenze di fine periodo *(composizione percentuale)*		
Obbligazioni italiane	**-12.215**	**-13.370**	**-1.435**	**39,4**	**38,7**	**40,1**
A breve termine e indicizzate	-7.190	-11.353	-1.229	18,8	16,8	17,2
BOT	-8.920	-1.624	-3.194	7,1	7,0	6,2
CCT	1.730	-9.729	1.965	11,7	9,8	11,0
A medio e a lungo termine	-5.025	-2.017	-205	20,6	21,9	22,9
CTZ	824	-32	2.770	3,1	3,5	4,7
BTP	-7.028	-2.165	-3.204	13,1	13,3	12,8
Altre	1.179	179	229	4,5	5,0	5,3
Azioni italiane	**-1.117**	**-3.018**	**-1.407**	**6,0**	**6,7**	**6,7**
Titoli esteri	**7.782**	**-22.454**	**-11.351**	**54,4**	**54,4**	**53,1**
Titoli di Stato	10.829	-13.300	-7.940	23,5	20,6	18,6
di cui: *in euro*	8.985	-11.670	-6.673	20,2	17,7	16,0
Obbligazioni	3.951	-2.409	323	9,2	9,4	10,1
di cui: *in euro*	3.356	-2.064	588	7,6	7,8	8,6
Azioni	-6.998	-6.745	-3.734	21,7	24,4	24,4
di cui: *in euro*	-2.617	2.136	320	6,0	8,8	9,7
Altre attività finanziarie	**224**	**82**	**-366**	..	..	..
Totale	**-5.327**	**-38.886**	**-14.559**	**100,0**	**100,0**	**100,0**
Per memoria:						
Raccolta netta	**-18.062**	**-50.183**	**-16.477**	–	–	–
Portafoglio	–	–	–	**324.628**	**286.533**	**272.257**

(1) I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati. Sono inclusi i fondi di fondi. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (2) Dati provvisori.

Il rendimento e le commissioni. – Nel 2006 il rendimento medio dei fondi comuni armonizzati italiani, al netto di imposte e commissioni, è stato pari al 4,2 per cento (tav. 13.6). I rendimenti dei fondi azionari e di quelli flessibili, pari rispettivamente all'11,4 e al 5,5 per cento, sono stati favoriti dal buon andamento delle borse. Il rialzo dei tassi di interesse ha invece penalizzato i fondi obbligazionari, di cui oltre la metà ha registrato perdite nell'anno; il rendimento medio di questi ultimi è stato pari allo 0,4 per cento, contro l'1,9 dei fondi monetari.

Tavola 13.6

Rendimenti dei fondi comuni mobiliari e dei principali investimenti alternativi (1)
(valori percentuali)

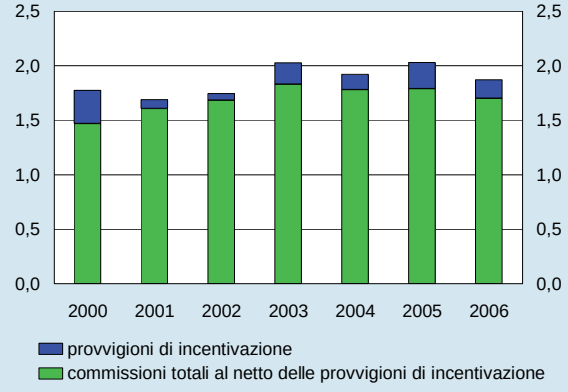
ANNI	Fondi comuni (2)				Investimenti alternativi					
		di cui:			Azioni italiane (3)	Azioni estere (4)	BTP (5)	CCT (5)	BOT (6)	Obbligazioni estere (7)
		Azionari	Bilanciati	Obbligazionari						
1990	-3,5	-13,3	-8,0	10,5	-23,6	-25,7	12,1	14,2	11,2	-0,8
1991	9,9	7,5	7,3	11,6	2,7	21,2	13,6	13,2	11,2	17,6
1992	8,3	5,2	3,9	11,3	-6,9	21,8	9,8	10,4	11,1	35,9
1993	25,4	37,1	32,8	19,9	39,6	42,6	25,0	17,3	12,1	29,8
1994	-2,4	-3,6	-1,2	-1,3	4,1	1,0	-0,8	7,4	7,4	-4,0
1995	6,8	1,3	3,9	10,4	-5,8	18,0	15,6	11,3	9,0	16,7
1996	9,3	8,4	9,5	9,4	10,9	10,1	19,2	9,9	8,9	-1,1
1997	11,8	30,3	24,8	6,6	60,8	33,6	11,4	6,1	5,7	18,1
1998	9,4	22,2	18,1	5,2	43,2	17,3	10,4	5,3	4,3	7,0
1999	12,6	35,7	16,7	0,3	24,8	45,8	-1,5	3,3	3,2	12,5
2000	-3,6	-8,8	-0,5	4,3	3,9	-6,9	6,3	4,4	3,8	9,4
2001	-8,0	-17,0	-7,2	2,8	-23,5	-11,7	6,6	4,9	4,7	4,3
2002	-9,1	-26,3	-12,1	2,2	-21,4	-31,7	8,7	3,8	3,3	1,2
2003	3,6	10,1	5,6	1,6	18,1	11,5	3,7	2,4	2,8	-5,0
2004	3,5	7,2	4,6	2,3	21,8	7,0	7,6	2,1	2,3	2,2
2005	6,6	17,1	9,9	2,2	17,8	26,0	5,3	2,0	2,2	8,1
2006	4,2	11,4	3,3	0,4	23,5	8,2	0,0	3,1	2,6	-5,1

(1) Rendimenti a dodici mesi di fine anno, salvo diversa indicazione. – (2) Dati al netto di imposte e commissioni riferiti a fondi comuni e Sicav armonizzati di diritto italiano; sono esclusi i fondi di fondi. – (3) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; include i dividendi. – (4) Variazione percentuale dell'indice Morgan Stanley delle borse mondiali; sono inclusi i dividendi e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio. – (5) Variazione percentuale dell'indice di capitalizzazione dei titoli quotati alla borsa italiana; fino al 1998, calcolata al netto della ritenuta del 12,5 per cento. – (6) Tasso all'emissione dei BOT a 12 mesi all'inizio dell'anno; fino al 1998, calcolato al netto della ritenuta del 12,5 per cento. – (7) Variazione percentuale dell'indice J.P. Morgan dei mercati obbligazionari mondiali, escluso il mercato italiano; sono incluse le cedole e si tiene conto delle variazioni del tasso di cambio.

Nel 2006 le commissioni totali (commissioni di gestione, provvigioni di incentivo, commissioni alla banca depositaria, commissioni di negoziazione titoli e altre voci minori) a carico dei fondi comuni armonizzati – che indirettamente gravano sui sottoscrittori – sono ammontate a 4,7 miliardi, di cui 4,1 nei confronti delle società di gestione. L'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio netto medio annuo è scesa di 0,2 punti percentuali, all'1,9 per cento (fig. 13.6), in seguito al calo di 0,1 punti sia delle commissioni di gestione sia di quelle di incentivo alla società di gestione.

Figura 13.6

Fondi comuni mobiliari: commissioni totali (1)
(valori percentuali)



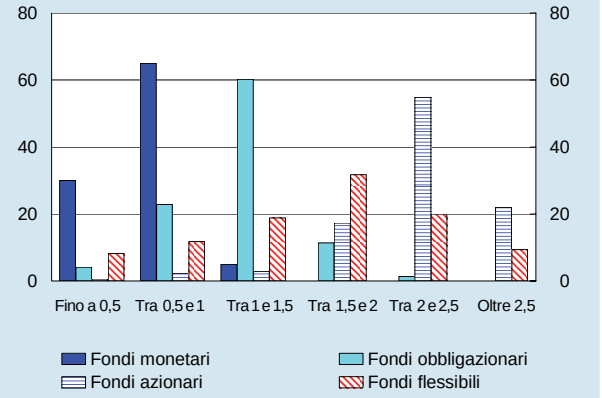
(1) Media semplice delle commissioni totali pagate dai singoli fondi, calcolate come rapporto percentuale tra le commissioni totali annue e la media annua del patrimonio netto. I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati. I dati relativi agli ultimi due anni sono provvisori.

Le commissioni totali medie sono scese per i fondi azionari, per quelli flessibili e per i bilanciati al 2,54, all'1,98 e all'1,94 per cento del patrimonio, rispettivamente (contro 2,76, 2,32 e 2,01 per cento nel 2005). Il calo è stato favorito da una riduzione delle commissioni di incentivo di 0,1 punti per i fondi azionari e per quelli bilanciati e da una riduzione delle commissioni di gestione di 0,1 punti percentuali per i fondi azionari e di 0,2 per quelli flessibili (questi ultimi hanno anche registrato una diminuzione di 0,1 punti delle commissioni pagate agli intermediari per la compravendita di titoli).

Figura 13.7

Fondi comuni mobiliari: distribuzione delle commissioni totali dei singoli fondi (1)

(valori percentuali nel 2006)



(1) Distribuzione di frequenza relativa delle commissioni totali annue pagate dai singoli fondi appartenenti alle categorie d'investimento indicate. Le commissioni totali, al netto delle commissioni d'incentivo, sono espresse in percentuale del patrimonio netto annuo medio. I dati si riferiscono a fondi comuni e Sicav armonizzati.

Al netto delle provvigioni di incentivazione, per circa i due terzi dei fondi monetari le commissioni sono comprese tra lo 0,5 e l'1,0 per cento (fig. 13.7). Nel comparto obbligazionario, il 60 per cento dei fondi ha commissioni comprese tra l'1,0 e l'1,5 per cento. La dispersione delle commissioni all'interno delle categorie dei fondi azionari e di quelli flessibili è invece molto più elevata. Nelle due categorie il 70 e il 50 per cento dei fondi, rispettivamente, ha commissioni comprese tra l'1,5 e il 2,5 per cento; per il 20 e il 10 per cento, rispettivamente, queste sono più elevate del 2,5.

Secondo i dati di Borsa Italiana, le commissioni totali annue trattenute dalle società di gestione degli ETF sono molto contenute. Alla fine di aprile esse erano pari in media allo 0,41 per cento del patrimonio netto del fondo (0,19 per i fondi obbligazionari, 0,44 per quelli azionari, 0,47 per quelli che investono in materie prime e 0,50 per quelli immobiliari).

Le gestioni patrimoniali

Nel 2006 la raccolta netta delle gestioni patrimoniali è scesa a 27 miliardi (35 miliardi nel 2005). Il patrimonio gestito è nel complesso cresciuto del 6,8 per cento, a 548 miliardi (cfr. nell'Appendice la tav. a13.11).

Il forte calo della raccolta netta delle gestioni patrimoniali è ascrivibile alle famiglie, che sono tornate a investire direttamente in titoli di Stato e obbligazioni. La riallocazione di portafoglio è stata indotta anche dal basso livello dei rendimenti conseguito in media dai servizi di gestione patrimoniale: nel 2006 il risultato finanziario delle gestioni patrimoniali (stimato sulla base dell'incremento percentuale del patrimonio netto depurato del flusso della raccolta) è stato pari all'1,6 per cento (6,2 nel 2005).

Le gestioni patrimoniali hanno effettuato considerevoli vendite nette di titoli di Stato italiani e di quote di fondi comuni italiani e acquisti netti di azioni italiane e di titoli esteri; il peso di queste ultime due voci nel portafoglio è salito al 6,0 e al 54,7 per cento, rispettivamente (cfr. nell'Appendice la tav. a13.12).

La quota di fondi comuni di diritto estero nel portafoglio delle gestioni patrimoniali ha superato il 30 per cento; per contro, quella dei fondi italiani è scesa sotto il 10 per cento. Dati relativi al portafoglio delle sole SGR mostrano che si è mantenuta pressoché costante durante l'anno (al 92 per cento) la quota di fondi comuni italiani facenti capo a società appartenenti allo stesso gruppo. È invece scesa di 4 punti percentuali la quota relativa ai fondi di diritto estero, al 79 per cento.

Le compagnie di assicurazione

Nel 2006 la raccolta premi delle compagnie di assicurazione è diminuita del 2,9 per cento, dopo oltre un decennio di crescita sostenuta (cfr. nell'Appendice la tav. a13.13). La contrazione è interamente ascrivibile al ramo vita, dove si è ridotta sensibilmente la raccolta premi delle polizze tradizionali (rivalutabili e legate a operazioni di capitalizzazione); hanno registrato invece un moderato incremento i premi delle polizze collegate con fondi di investimento. È proseguito lo sviluppo delle polizze assicurative connesse con forme pensionistiche individuali, istituite nel 2001.

Sulla base di dati di fonte Isvap, la quota dei premi dei nuovi contratti del ramo vita raccolti mediante gli sportelli bancari e postali ha registrato una flessione (dal 76,4 al 74,4 per cento); è invece cresciuta la raccolta per il tramite di agenti (dall'11,4 al 13,0).

Da un'indagine condotta presso 482 banche risulta che nel 2006 94 compagnie del ramo vita avevano stipulato accordi per la vendita di propri prodotti mediante gli sportelli bancari. Circa il 38 per cento dei premi raccolti faceva capo a polizze connesse con indici di mercato, il rimanente 62 era diviso equamente tra polizze rivalutabili e unit-linked (nel 2005 le tre quote erano state pari, rispettivamente, al 35, 36 e 25 per cento). La percentuale di rendimento degli investimenti retrocessa agli assicurati è stata in media pari al 96 per cento. L'incidenza delle polizze che prevedono la corresponsione agli assicurati di un rendimento minimo garantito era pari al 56 per cento del totale.

Le riserve tecniche delle compagnie di assicurazione sono cresciute del 5,2 per cento, a 440 miliardi; vi ha contribuito il buon andamento dei mercati finanziari. Tra le attività è aumentata la quota dei titoli a reddito fisso, in particolare quella dei titoli di Stato italiani.

Nel 2006 e nel primo quadrimestre del 2007 i corsi azionari delle compagnie di assicurazione italiane sono cresciuti del 18 per cento, un valore di circa 9 punti percentuali inferiore a quello delle compagnie degli altri paesi dell'area. Tale andamento appare riconducibile a una crescita degli utili relativamente ridotta.

La composizione del portafoglio delle compagnie di assicurazione non ha subito cambiamenti considerevoli tra il 2002 e il 2006 a eccezione del calo di oltre 9 punti percentuali, al 32 per cento, dell'incidenza dei titoli pubblici italiani in euro cui ha corrisposto un analogo incremento del peso delle altre obbligazioni in euro, che ha raggiunto il 42 per cento (cfr. nell'Appendice la tav. a13.14).

I fondi pensione e gli enti di previdenza

Nel 2006 le risorse gestite dai fondi pensione sono cresciute del 6,9 per cento, a 37,1 miliardi, grazie a un incremento del 20,9 per cento del patrimonio amministrato dai fondi istituiti dopo la riforma del 1993 (tav. 13.7). Le risorse degli enti di previdenza sono aumentate del 3,9 per cento.

Sulla base dei dati forniti dalla Covip, nel 2006 il numero di iscritti ai fondi pensione di nuova istituzione, negoziali e aperti, è cresciuto del 5,0 per cento, un tasso inferiore a quello del 2005 (7,5 per cento). Il rapporto tra il numero complessivo di iscritti ai fondi di nuova istituzione (pari a 1.646.000) e il bacino dei potenziali iscritti permane su livelli modesti (13 per cento).

Tavola 13.7

Fondi pensione ed enti di previdenza: principali attività (1)
(valori di bilancio; consistenze di fine periodo in milioni di euro)

VOCI	2005				2006 (2)			
		Fondi pensione		Enti di previdenza (4)		Fondi pensione		Enti di previdenza (4)
		Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)			Istituiti prima della riforma del 1993	Istituiti dopo la riforma del 1993 (3)	
Liquidità	**2.198**	**1.514**	**684**	**3.017**	**3.419**	**2.491**	**928**	**2.844**
Portafoglio titoli	**25.675**	**15.647**	**10.028**	**10.628**	**27.998**	**16.018**	**11.980**	**11.678**
Obbligazioni	16.186	9.855	6.331	7.281	17.391	9.733	7.659	8.278
Azioni	4.001	1.575	2.426	1.482	4.864	1.915	2.949	1.520
Quote di fondi comuni	5.489	4.217	1.271	1.865	5.743	4.371	1.372	1.880
Mutui e altre attività finanziarie	**2.606**	**2.680**	**-74**	**3.864**	**2.592**	**2.641**	**-49**	**6.940**
Immobili	**4.176**	**4.176**	**..**	**9.760**	**3.053**	**3.053**	**..**	**6.878**
Totale attività	**34.655**	**24.016**	**10.639**	**27.269**	**37.062**	**24.203**	**12.859**	**28.340**

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Covip, UIC ed enti di previdenza.
(1) La composizione delle attività è parzialmente stimata. – (2) Dati provvisori. – (3) Sono inclusi i fondi pensione per i dipendenti della Banca d'Italia e dell'UIC. La voce "Mutui e altre attività finanziarie" è al netto delle passività. – (4) Dati riferiti a tredici enti di previdenza; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Secondo le stime fornite dalla Covip, nel 2006 il rendimento medio (al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali) dei nuovi fondi pensione è stato pari al 3,4 per cento (8,5 per cento nel 2005); i fondi pensione negoziali hanno reso in media il 3,8 per cento, quelli aperti il 2,4.

Lo sviluppo della previdenza complementare in Italia. – A oltre dieci anni dall'avvio del processo di riforma che ha introdotto gli strumenti e le norme della previdenza complementare, in Italia lo sviluppo dei fondi pensione registra ancora un notevole ritardo rispetto sia ai paesi anglosassoni, sia a economie a noi simili quanto a caratteristiche istituzionali e struttura finanziaria, quali Francia, Germania e Spagna. Le attività dei fondi pensione rappresentano meno del 3 per cento del PIL, un valore inferiore alla media dell'area dell'euro (15 per cento) e ben lontano dai livelli che si registrano nel Regno Unito e negli Stati Uniti (attorno al 65 per cento; cfr. nell'Appendice la tav. a13.8). L'espansione dei fondi pensione procede in modo diseguale tra le diverse categorie di lavoratori, essendo più bassa tra i giovani, le donne, i lavoratori autonomi e quelli addetti alle imprese di minori dimensioni, cioè proprio quelle categorie che più di altre sono penalizzate dalla discontinuità e dalla variabilità dei redditi e per le quali la possibilità di accumulare risorse previdenziali lungo un orizzonte temporale esteso rappresenta un vantaggio particolarmente rilevante.

Il ritardo nel campo della previdenza integrativa contribuisce a limitare l'articolazione del mercato dei capitali italiano. I paesi in cui i fondi pensione sono più sviluppati hanno infatti sistemi finanziari anch'essi particolarmente sviluppati sia nel comparto del capitale di rischio, sia in quello obbligazionario. Assai stretto risulta il legame tra i fondi pensione e la borsa: la presenza degli investitori istituzionali favorisce la quotazione anche

di imprese di minore dimensione; stimola la concorrenza tra operatori in campi essenziali quali la raccolta di ordini, la negoziazione e il collocamento di titoli, l'attività di ricerca; incoraggia l'apertura del sistema finanziario alle innovazioni. In Italia, il basso numero di imprese quotate e, più in generale, la scarsa articolazione del mercato dei capitali rischiano a loro volta di limitare le opportunità di investimento dei fondi pensione, che potrebbero indirizzare i loro finanziamenti prevalentemente verso i mercati esteri.

Le indagini campionarie indicano che, a distanza di oltre un decennio dagli interventi incisivi sul sistema previdenziale obbligatorio, i lavoratori sono solo in parte consapevoli dei tagli apportati alle pensioni pubbliche e che ricorrono a pensioni integrative soprattutto i risparmiatori più istruiti e con maggiore dimestichezza con gli strumenti finanziari, i quali hanno verosimilmente un'elevata capacità di raccogliere e assimilare le informazioni (cfr. il capitolo 12: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*). Questi dati confermano l'importanza di rafforzare l'impegno pubblico volto a fornire ai lavoratori informazioni e conoscenze adeguate, al fine di renderli consapevoli della loro condizione previdenziale.

Un considerevole impulso allo sviluppo dei fondi pensione italiani dovrebbe provenire dalla nuova disciplina della previdenza complementare (decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252), la cui entrata in vigore è stata anticipata di un anno, al 1° gennaio 2007 (legge 296 del 2006). Già dalla seconda metà del 2007 gli accantonamenti al trattamento di fine rapporto (TFR) verranno destinati ai fondi pensione salvo esplicito dissenso da parte del dipendente.

I lavoratori italiani sono stati finora riluttanti a rinunciare al TFR, ritenendolo più flessibile e meno rischioso degli altri strumenti della previdenza integrativa. Tuttavia, anche per effetto delle recenti modifiche normative, la disciplina in tema di riscatti, anticipazioni, erogazioni e portabilità conferisce alla ricchezza previdenziale accumulata nei fondi pensione una flessibilità di utilizzo comparabile con quella del TFR. Sotto il profilo finanziario, al basso rischio del TFR si associa un rendimento anch'esso basso: in molte fasi del passato sarebbe stato preferibile per i lavoratori investire i risparmi previdenziali sul mercato finanziario. Per gli aderenti ai fondi pensione, al beneficio derivante dalla possibilità di investire i contributi previdenziali in attività di mercato si associano la disponibilità della contribuzione aggiuntiva da parte del datore di lavoro e un trattamento fiscale vantaggioso, divenuto ancor più favorevole per l'introduzione di una tassazione agevolata delle prestazioni.

Affinché l'adesione ai fondi pensione offra effettivamente benefici ai lavoratori italiani, è tuttavia essenziale che i costi di gestione sopportati dai risparmiatori siano contenuti. La riduzione dei costi può derivare non solo dalla crescita delle masse gestite e dalle conseguenti economie di scala, ma anche dalla trasparenza e confrontabilità delle commissioni applicate sulle diverse forme previdenziali, essenziali per consentire ai lavoratori di spostarsi dagli schemi pensionistici più onerosi a quelli con costi più contenuti e in grado di offrire prodotti che meglio rispondono alle proprie esigenze, stimolando così la concorrenza tra le diverse forme di previdenza complementare.

14. GLI INTERMEDIARI CREDITIZI

Nel 2006 i prestiti bancari hanno registrato un'accelerazione, dovuta alla forte domanda di fondi da parte delle imprese alimentata dalla ripresa dell'attività produttiva; il credito bancario alle famiglie ha continuato a crescere a un ritmo sostenuto. La quota dei finanziamenti connessi, direttamente o indirettamente, con l'attività immobiliare è ulteriormente aumentata.

Le banche hanno mantenuto condizioni di offerta distese, allineando gradualmente i tassi d'interesse alle variazioni dei saggi ufficiali. Il rapporto tra il flusso dei crediti iscritti a sofferenza e il totale dei finanziamenti si è mantenuto su un livello basso nel confronto storico.

La raccolta bancaria sull'interno è cresciuta rapidamente, soprattutto nella componente obbligazionaria; la domanda di depositi in conto corrente ha rallentato, risentendo dell'aumento del differenziale di rendimento con le attività a breve termine alternative. Il divario tra la crescita dei prestiti e quella della raccolta sull'interno è stato colmato aumentando l'indebitamento verso l'estero e riducendo le attività liquide in portafoglio.

La redditività delle banche è aumentata, beneficiando dell'espansione dei fondi intermediati e del positivo andamento dei mercati finanziari. Il rendimento del capitale e delle riserve (ROE), calcolato su base non consolidata e applicando i nuovi principi contabili internazionali (IAS/IFRS), è salito all'11,8 per cento dal 9,8 nel 2005.

I prestiti

Nel 2006 l'espansione dei prestiti bancari è stata pari all'11,5 per cento, quasi tre punti percentuali in più rispetto all'anno precedente (tav. 14.1). L'accelerazione ha riguardato esclusivamente i finanziamenti a breve termine che, dopo aver ristagnato per un triennio, hanno ripreso a crescere a un ritmo sostenuto. Il rapporto tra credito complessivo e PIL è aumentato nell'anno di sei punti percentuali, al 94 per cento (fig. 14.1).

I prestiti alle imprese. – Il credito alle società non finanziarie ha accelerato al 12 per cento, in linea con quanto registrato in media nell'area dell'euro (fig. 14.2). Tra gli altri paesi dell'area i prestiti sono aumentati a un ritmo particolarmente sostenuto in Spagna, in ragione della più forte espansione degli investimenti, soprattutto nel settore delle costruzioni, e di operazioni di finanza straordinaria; hanno ripreso a crescere in Germania, riflettendo il miglioramento congiunturale in corso.

Tavola 14.1

Principali voci di bilancio delle banche (1)
(dati di fine periodo)

VOCI	Variazioni percentuali								Consistenze (milioni di euro)
	Sui 12 mesi			Sul trimestre precedente in ragione d'anno (2)					
	Dic. 2005	Dic. 2006	Mar. 2007	2006				2007	Dicembre 2006
				1° trim.	2° trim.	3° trim.	4° trim.	1° trim.	
Attività									
Titoli	19,4	5,3	7,5	-7,4	6,8	9,0	12,7	1,6	219.013
di cui: *titoli di Stato*	*14,5*	*3,8*	*11,0*	*-17,4*	*17,3*	*1,7*	*15,3*	*10,4*	*110.988*
Prestiti	8,7	11,5	11,6	11,2	11,8	13,4	9,7	11,6	1.384.340
di cui (3):									
a breve termine (a)	*2,0*	*10,5*	*10,3*	*5,1*	*12,5*	*8,9*	*15,5*	*4,4*	*484.935*
a medio e a lungo termine (b)	*13,0*	*11,6*	*10,9*	*14,8*	*10,8*	*12,7*	*8,6*	*11,8*	*837.261*
(a)+(b)	*8,6*	*11,2*	*10,7*	*11,1*	*11,4*	*11,3*	*11,0*	*9,1*	*1.322.197*
pronti contro termine	*48,5*	*33,6*	*130,3*	*43,4*	*52,9*	*737,5*	*-82,7*	*....*	*10.387*
sofferenze (4)	*-16,5*	*3,8*	*3,4*	*10,8*	*-2,6*	*8,2*	*-0,6*	*8,9*	*47.196*
Attività sull'estero	11,0	19,8	22,9	25,3	-3,3	43,0	19,0	38,6	329.352
Passività									
Raccolta sull'interno (5)	7,8	9,9	9,7	11,4	8,9	10,2	9,2	10,7	1.390.875
Depositi	6,9	8,3	8,0	9,7	7,7	9,4	6,5	9,0	846.131
di cui (6):									
in conto corrente	*8,0*	*6,7*	*4,7*	*8,3*	*4,3*	*5,0*	*9,2*	*0,5*	*629.210*
con durata prestabilita	*2,7*	*9,8*	*5,9*	*10,8*	*-1,3*	*24,4*	*6,8*	*-4,3*	*45.812*
rimborsabili con preavviso	*2,5*	*-0,8*	*0,2*	*-2,0*	*0,4*	*-0,6*	*-0,9*	*2,0*	*69.016*
pronti contro termine	*4,9*	*29,4*	*41,2*	*38,5*	*47,5*	*45,9*	*-5,6*	*96,1*	*93.955*
Obbligazioni (5)	9,3	12,5	12,3	14,0	10,7	11,6	13,5	13,3	544.744
Passività sull'estero	11,8	25,6	24,9	43,7	8,5	35,9	17,6	40,5	420.067

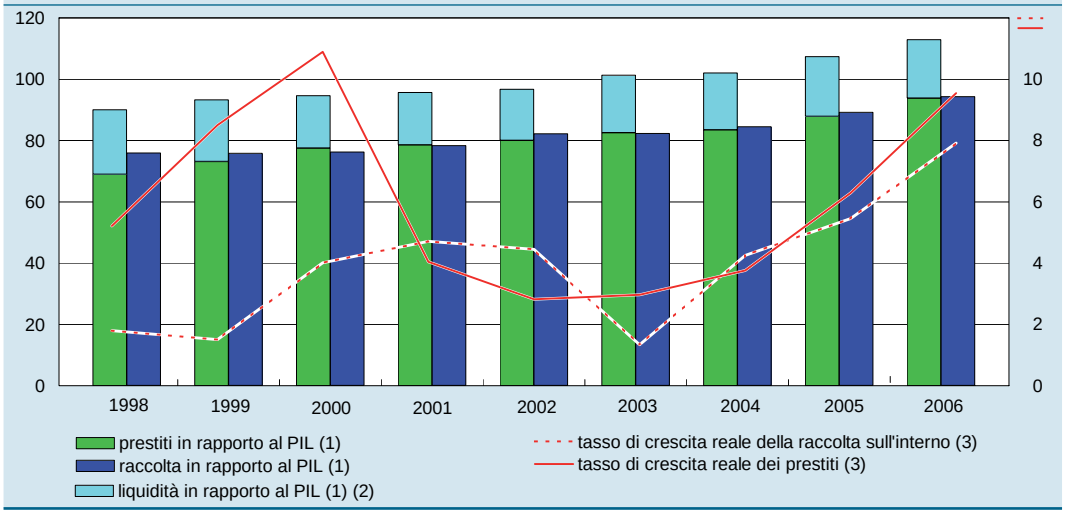
(1) I dati di marzo 2007 sono provvisori. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto dei cambiamenti dovuti a riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Calcolate su dati depurati dalla componente stagionale, quando presente. – (3) Non è riportato l'andamento di alcune voci di minore rilievo. I prestiti a breve termine sono quelli con scadenza fino a 18 mesi. – (4) Le variazioni percentuali non sono depurate dagli effetti di cancellazioni e cessioni di crediti. – (5) Incluse le obbligazioni detenute da non residenti. – (6) Esclusi quelli delle Amministrazioni pubbliche centrali.

Secondo le informazioni raccolte presso i gruppi bancari italiani che partecipano all'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema (*Bank Lending Survey*), l'accelerazione dei prestiti alle imprese italiane nel 2006 è principalmente ascrivibile all'aumento della domanda di credito per finanziare gli investimenti fissi, le scorte e il capitale circolante. La richiesta di prestiti connessa con il finanziamento di operazioni di ristrutturazione del debito, pur rimanendo elevata, si è lievemente ridotta in rapporto alla domanda complessiva; quella riconducibile alle operazioni di fusione e acquisizione è invece rimasta sostanzialmente stabile. La sostenuta espansione del credito alle imprese è attribuibile in parte anche alla riduzione delle fonti interne di finanziamento (cfr. il capitolo 12: *La condizione finanziaria delle famiglie e delle imprese*).

Il credito bancario ha registrato un'accelerazione in tutti i principali settori produttivi (tav. 14.2). Quasi due terzi dell'accelerazione sono però attribuibili al settore dei servizi, dove la dinamica più sostenuta ha riguardato i comparti dei trasporti, del commercio e dei servizi immobiliari. È proseguita la forte espansione dei prestiti alle imprese di costruzioni, soprattutto a quelle operanti nell'edilizia residenziale.

Figura 14.1

Indicatori dell'intermediazione bancaria
(dati di fine anno; valori percentuali)



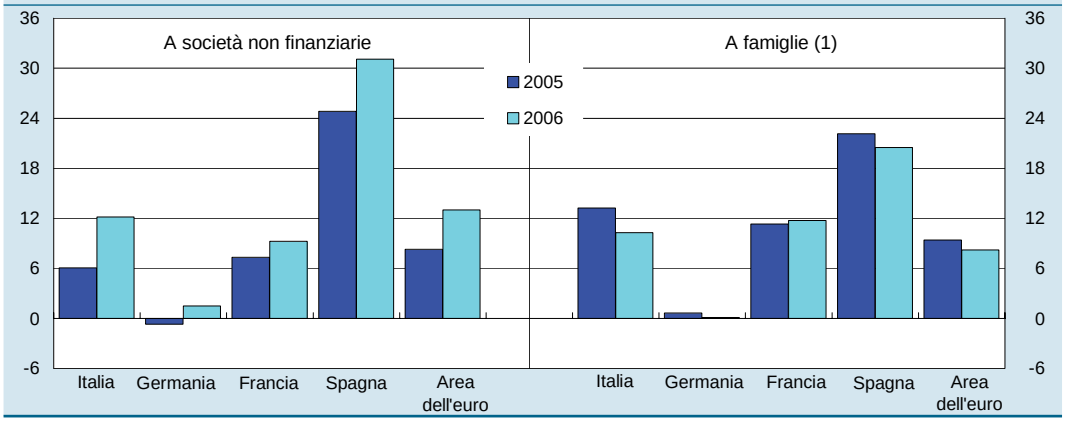
Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Istat.
(1) Scala di sinistra. Il valore del PIL si riferisce all'intero anno. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Cassa e titoli. – (3) Sull'anno precedente. Scala di destra. Le consistenze sono deflazionate con il deflatore del PIL.

Nell'ultimo decennio i prestiti al settore immobiliare, che includono i finanziamenti all'edilizia e alle società di servizi specializzate e i mutui per l'acquisto di abitazioni, hanno registrato un tasso di crescita medio annuo più che doppio rispetto agli altri prestiti (rispettivamente, 12,6 e 6,2 per cento). L'incidenza di tali finanziamenti sul totale del credito bancario è salita in modo graduale tra il 1997 e il 2001 (dal 25 al 28 per cento) e più velocemente nell'ultimo quinquennio, raggiungendo il 38 per cento alla fine dello scorso dicembre.

Nel settore manifatturiero l'espansione dei prestiti è stata particolarmente sostenuta per le imprese produttrici di mezzi di trasporto e di prodotti in metallo, gomma e plastica, in maggior crescita produttiva. Dopo un quinquennio di contrazione, è tornato ad aumentare il credito al comparto del tessile e dell'abbigliamento (3,5 per cento), in linea con la ripresa della produzione.

Figura 14.2

Crescita dei prestiti bancari nell'area dell'euro
(variazioni percentuali sui 12 mesi in dicembre)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.
(1) Famiglie consumatrici e produttrici. Per le definizioni cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*

Tavola 14.2

Prestiti bancari per area geografica e settore di attività economica (1)

PERIODI	Amministrazioni pubbliche	Società finanziarie e assicurative	Società non finanziarie (a)		Famiglie		Imprese = (a) + (b)				Totale
				con meno di 20 addetti (2)	Produttrici (b) (3)	Consumatrici		Industria manifatturiera	Costruzioni	Servizi	
Variazioni percentuali sui 12 mesi (4)											
Centro Nord											
2005 – dic.	5,5	6,7	5,7	3,7	7,0	14,6	5,8	1,3	13,0	7,2	7,8
2006 – mar.	9,0	4,5	5,8	4,7	7,8	15,5	6,0	1,7	14,6	6,2	8,0
giu.	6,2	15,0	7,0	4,3	7,4	13,3	7,0	2,6	12,9	7,8	9,5
set.	9,0	13,7	8,8	4,5	7,3	12,8	8,7	4,1	13,5	10,2	10,3
dic.	4,9	15,4	10,7	5,1	7,2	10,0	10,4	5,7	14,3	12,4	10,7
2007 – mar.	4,8	13,6	11,1	4,1	6,3	8,6	10,7	4,7	14,4	12,1	10,3
Mezzogiorno											
2005 – dic.	13,4	34,5	11,3	7,5	10,8	16,9	11,2	9,4	14,0	11,8	14,0
2006 – mar.	14,8	13,2	14,3	9,0	11,5	18,3	13,8	10,6	15,8	15,0	15,5
giu.	1,6	14,3	15,3	8,5	10,3	16,4	14,4	12,5	17,6	15,3	14,5
set.	-3,8	12,4	16,3	9,4	9,9	15,6	15,1	11,9	20,3	16,5	14,2
dic.	-3,0	-22,3	19,9	9,6	10,1	13,1	18,1	12,5	20,5	22,2	13,9
2007 – mar.	-9,5	1,1	17,0	9,0	9,6	12,7	15,7	13,8	21,2	17,9	12,9
ITALIA											
2005 – dic.	6,6	7,4	6,3	4,2	7,8	15,1	6,5	2,2	13,1	7,7	8,6
2006 – mar.	9,9	4,7	6,8	5,3	8,6	16,1	7,0	2,6	14,8	7,3	9,0
giu.	5,5	15,0	7,9	4,8	8,0	14,0	7,9	3,7	13,6	8,7	10,2
set.	7,0	13,7	9,7	5,2	7,9	13,4	9,5	5,0	14,6	11,0	10,9
dic.	3,7	14,1	11,8	5,7	7,9	10,7	11,4	6,5	15,3	13,7	11,2
2007 – mar.	2,5	13,3	11,8	4,8	7,1	9,5	11,3	5,8	15,5	12,8	10,7
Consistenza dei prestiti a marzo 2007 (5)(6) (milioni di euro)											
Centro Nord	49.580	154.789	616.985	65.549	61.002	267.572	677.987	179.777	87.032	349.743	1.149.929
Mezzogiorno	8.140	4.226	88.963	11.056	18.883	74.262	107.845	24.911	17.483	54.557	194.473
ITALIA	57.720	159.015	705.948	76.605	79.885	341.834	785.832	204.680	104.516	404.311	1.344.402
Composizione percentuale dei prestiti a marzo 2007 (6)											
Centro Nord	4,3	13,5	53,7	5,7	5,3	23,3	59,0	15,6	7,6	30,4	100,0
Mezzogiorno	4,2	2,2	45,7	5,7	9,7	38,2	55,5	12,8	9,0	28,1	100,0
ITALIA	4,3	11,8	52,5	5,7	5,9	25,4	58,5	15,2	7,8	30,1	100,0

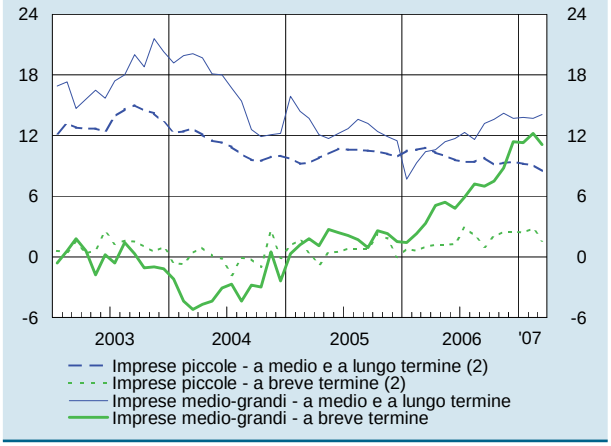
(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata a livello di Eurosistema. La ripartizione per area geografica si basa sulla residenza della clientela. I dati di marzo 2007 sono provvisori. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo con numero di addetti inferiore a 20. Imprese individuali, società semplici e società di fatto con numero di addetti superiore a 5 e inferiore a 20. – (3) Imprese individuali, società semplici e società di fatto fino a 5 addetti. – (4) Calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. – (5) La somma delle consistenze per area geografica può differire dal totale in quanto i dati sono tratti da voci diverse della Matrice dei conti. – (6) L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.

La crescita dei prestiti bancari alle imprese medie e grandi, che hanno registrato un andamento particolarmente positivo del fatturato, è stata quasi doppia rispetto a quella dei finanziamenti alle società con meno di venti addetti (rispettivamente, 12,5 e 6,8 per cento). Il differenziale di crescita è ascrivibile soprattutto alla componente a breve termine (fig. 14.3), in buona parte anticipazioni a fronte di credito commerciale.

Figura 14.3

Prestiti bancari per classe dimensionale di impresa e per durata (1)

(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)



(1) I prestiti escludono i pronti contro termine, le sofferenze e alcune voci di minor rilievo che confluiscono nella definizione armonizzata dell'Eurosistema. Le variazioni percentuali sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio e altre variazioni non derivanti da transazioni. I prestiti a breve termine includono i finanziamenti con durata originaria inferiore a 18 mesi. – (2) Società in accomandita semplice e in nome collettivo, società semplici, società di fatto e imprese individuali con numero di addetti inferiore a 20.

Le imprese di grande dimensione hanno fatto ampio ricorso ai prestiti in pool, cresciuti nel 2006 del 10 per cento. Alla fine dello scorso dicembre, i finanziamenti concessi dalle banche operanti in Italia sotto tale forma, che includono anche i prestiti sindacati collocati sui mercati internazionali, erano pari a 70 miliardi, il 10 per cento del totale del credito erogato alle imprese con più di venti addetti.

Secondo i dati diffusi da società specializzate, i nuovi prestiti sindacati erogati a imprese italiane sul mercato mondiale nel 2006 sono stati pari a 33 miliardi, in linea con il valore registrato in media nell'ultimo triennio. I prestiti sindacati alla cui organizzazione hanno partecipato banche italiane sono ammontati a 50 miliardi e hanno riguardato per oltre il 90 per cento finanziamenti a imprese estere.

L'espansione del credito bancario alle imprese residenti nel Mezzogiorno si è mantenuta superiore a quella del resto del Paese (18,1 per cento, a fronte del 10,4 al Centro Nord). Il divario è risultato particolarmente ampio per le imprese di servizi che operano nel comparto immobiliare, di consulenza finanziaria e assicurativa, alberghiero e nel commercio al dettaglio.

Tra il 2003 e il 2006 il credito bancario alle imprese del Mezzogiorno è cresciuto del 42 per cento a fronte del 22 al Centro Nord. Stime econometriche indicano che soltanto la metà del divario di crescita è ascrivibile al maggior fabbisogno finanziario delle imprese meridionali e alla riduzione del differenziale tra il costo dei finanziamenti nelle due aree. Alla maggiore espansione del credito alle imprese meridionali hanno contribuito anche politiche di offerta più favorevoli da parte dei grandi gruppi bancari del Centro Nord. Questi gruppi, dopo aver acquisito la proprietà delle principali banche meridionali nella seconda metà degli anni novanta, hanno intrapreso una rigorosa revisione delle politiche di erogazione del credito. Nell'ultimo triennio, anche in seguito al miglioramento delle tecniche di gestione del rischio, i prestiti concessi alle imprese meridionali dagli intermediari appartenenti a gruppi controllati da banche del Centro Nord hanno progressivamente accelerato. Nel 2006 il tasso di crescita ha superato di 9 punti percentuali quello delle altre banche (20 e 11 per cento, rispettivamente) determinando un aumento all'85 per cento della loro quota sul totale dei finanziamenti erogati alle imprese del Mezzogiorno.

La ripresa dell'attività produttiva si è riflessa in un forte aumento dei crediti ceduti alle banche e alle società finanziarie per operazioni di factoring (tav. 14.3). Anche i finanziamenti concessi per operazioni di leasing sono aumentati a un ritmo sostenuto, soprattutto nel comparto immobiliare.

Tavola 14.3

Leasing e factoring (1)
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)

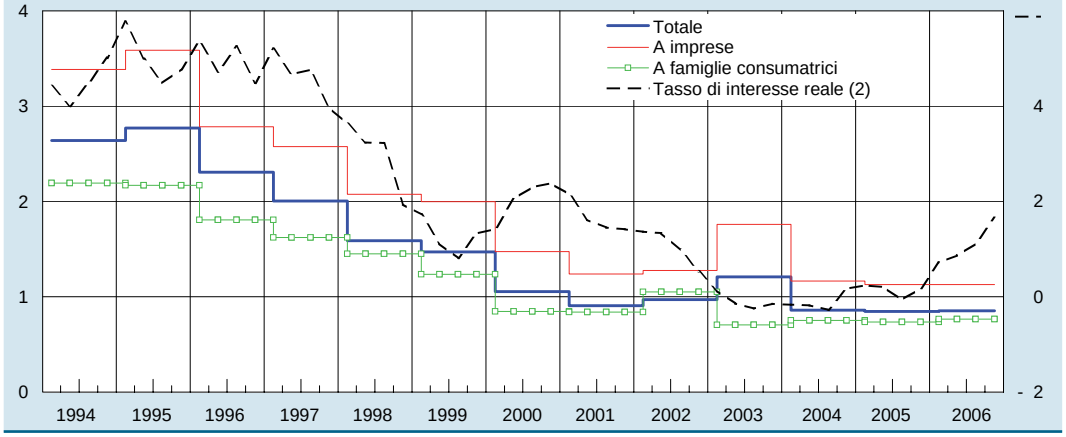
VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente			Consistenze 2006 (2)	Quote sul totale
	2004	2005	2006 (2)		
			Leasing		
Totale crediti	4,1	9,5	13,3	79.686	100,0
Società finanziarie	1,6	9,5	15,2	55.883	70,1
di cui: *credito immobiliare*	*4,6*	*14,0*	*17,5*	*32.058*	*40,2*
Banche	13,7	9,4	9,2	23.803	29,9
			Factoring		
Totale crediti	-4,2	0,7	12,1	28.722	100,0
Società finanziarie	-5,6	3,6	11,3	23.157	80,6
Banche	4,4	-16,7	15,4	5.565	19,4

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Per le definizioni cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Dati provvisori.

Nel 2006 l'incidenza delle nuove sofferenze sui prestiti bancari alle imprese è rimasta sostanzialmente invariata, all'1,1 per cento (fig. 14.4); è salita lievemente nel Mezzogiorno, al 2,0 per cento, con una crescita diffusa tra i principali settori di attività economica (cfr. il capitolo 15: *Struttura, redditività, patrimonio e rischi degli intermediari)*.

Figura 14.4

Prestiti bancari in sofferenza (1)
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi, segnalazioni statistiche di vigilanza e *Consensus Forecasts*.
(1) Ingressi in "sofferenza rettificata" in rapporto alle consistenze dei prestiti non in "sofferenza rettificata" in essere alla fine dell'anno precedente. Dati annuali. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Tassi d'interesse nominali a tre mesi dell'euromercato (medie di dati giornalieri nell'ultimo mese del trimestre), deflazionati con le aspettative di inflazione relative al periodo terminante nel trimestre seguente rilevate dal sondaggio *Consensus Forecasts*. Fino al dicembre 1998 si utilizzano i tassi LIBOR a tre mesi dell'Italia. Scala di destra.

I prestiti alle famiglie. – Nel 2006 il credito bancario alle famiglie ha continuato a crescere rapidamente (10,3 per cento), pur mostrando una decelerazione (fig. 14.2). Il rallentamento può essere attribuito per una metà all'effetto della minore dinamica dei

prezzi degli immobili e al rialzo dei tassi di interesse, per l'altra metà all'effetto puramente contabile derivante da operazioni di cartolarizzazione di mutui ipotecari.

Negli ultimi anni le banche italiane hanno fatto un crescente ricorso a operazioni di cartolarizzazione dei prestiti. Nel 2006 le cessioni di credito pro soluto effettuate da intermediari italiani, realizzate prevalentemente sotto forma di cartolarizzazioni, sono state pari a 28 miliardi (29 nel 2005); gran parte delle operazioni ha riguardato prestiti vivi (25 miliardi a fronte di 18 nel 2005). Sulla base delle segnalazioni che le banche effettuano alla Centrale dei rischi, è possibile stimare che nel 2006 il 58 per cento delle operazioni di cartolarizzazione abbia riguardato crediti alle famiglie, il 28 per cento i prestiti alle imprese non finanziarie, il 13 per cento crediti nei confronti della pubblica Amministrazione (rispettivamente, 44, 53 e 1 per cento nel 2005). Imputando nel flusso di credito erogato nel 2006 anche i prestiti cartolarizzati, che continuano a finanziare l'economia sebbene fuoriescano dai bilanci bancari, il tasso di crescita dei prestiti alle famiglie sarebbe più elevato, pari al 13,8 per cento (15,4 nel 2005).

La dinamica dei prestiti alle famiglie consumatrici per l'acquisto di abitazioni, sebbene in diminuzione, si è mantenuta elevata (12,3 per cento; tav. 14.4). Il rialzo dei tassi di interesse ha determinato un aumento della domanda di mutui a tasso fisso, saliti a un quarto delle nuove erogazioni dal 15 per cento del 2005. Nell'area dell'euro la quota è pari a oltre la metà.

Tavola 14.4

Credito alle famiglie (1)
(dati di fine periodo; milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Variazioni percentuali sull'anno precedente			Consistenze 2006 (2)	Quote sul totale
	2004	2005	2006 (2)		
			Prestiti per l'acquisto di abitazioni		
Totale	20,7	18,0	12,3	223.377	100,0
fino a 5 anni	*-4,0*	*-0,7*	*-19,8*	*1.244*	*0,6*
oltre 5 anni	*21,0*	*18,2*	*12,6*	*222.134*	*99,4*
			Credito al consumo		
Totale	18,1	19,4	17,9	85.294	100,0
di cui: *carte di credito*	*18,0*	*21,8*	*12,5*	*11.449*	*13,4*
per l'acquisto di veicoli	*17,5*	*15,3*	*16,2*	*29.948*	*35,1*
Banche	16,3	17,2	12,7	47.020	55,1
di cui: *carte di credito*	*24,5*	*28,8*	*12,1*	*4.682*	*5,5*
per l'acquisto di veicoli	*22,4*	*19,5*	*14,5*	*13.633*	*16,0*
Società finanziarie	20,8	22,5	25,1	38.274	44,9
di cui: *carte di credito*	*14,3*	*17,4*	*12,7*	*6.767*	*7,9*
per l'acquisto di veicoli	*13,9*	*11,9*	*17,8*	*16.315*	*19,1*
			Altri prestiti		
Totale	2,3	4,2	3,8	56.922	100,0

Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza.
(1) Per le definizioni delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (2) Dati provvisori.

Tra i principali paesi dell'area dell'euro soltanto la Spagna ha registrato nel 2006 una quota di prestiti per l'acquisto di abitazioni con tasso fisso (rivedibile in un periodo superiore all'anno) più bassa rispetto all'Italia (6 per cento); in Francia e in Germania la percentuale è stata pari, rispettivamente, al 77 e all'85 per cento. Nel nostro paese il minore ricorso da parte delle famiglie ai contratti di mutuo a tasso fisso riflette, oltre a fattori strutturali, anche il più ampio differenziale tra il costo di questi finanziamenti e quello dei mutui a tasso variabile, pari in media nel 2006 a 0,8 punti percentuali, contro 0,3 punti nell'area dell'euro.

Il credito al consumo ha continuato a espandersi rapidamente, soprattutto nel comparto "non finalizzato" all'acquisto diretto di beni e servizi (cessione del quinto

dello stipendio, prestiti personali, aperture di credito rotativo), che rappresenta il 53 per cento del totale.

Alla fine del 2006 gli intermediari che erogavano credito al consumo erano 707, di cui 43 specializzati in questi finanziamenti (8 banche e 35 società finanziarie). Agli intermediari specializzati era riconducibile circa il 70 per cento del mercato del credito al consumo, con una punta del 90 per cento nel comparto del credito finalizzato all'acquisto di specifici beni, in gran parte erogato direttamente presso esercizi commerciali convenzionati. Il 38 per cento del mercato del credito al consumo era attribuibile a intermediari di proprietà estera, a fronte del 19 per cento per il complesso dei prestiti alle famiglie.

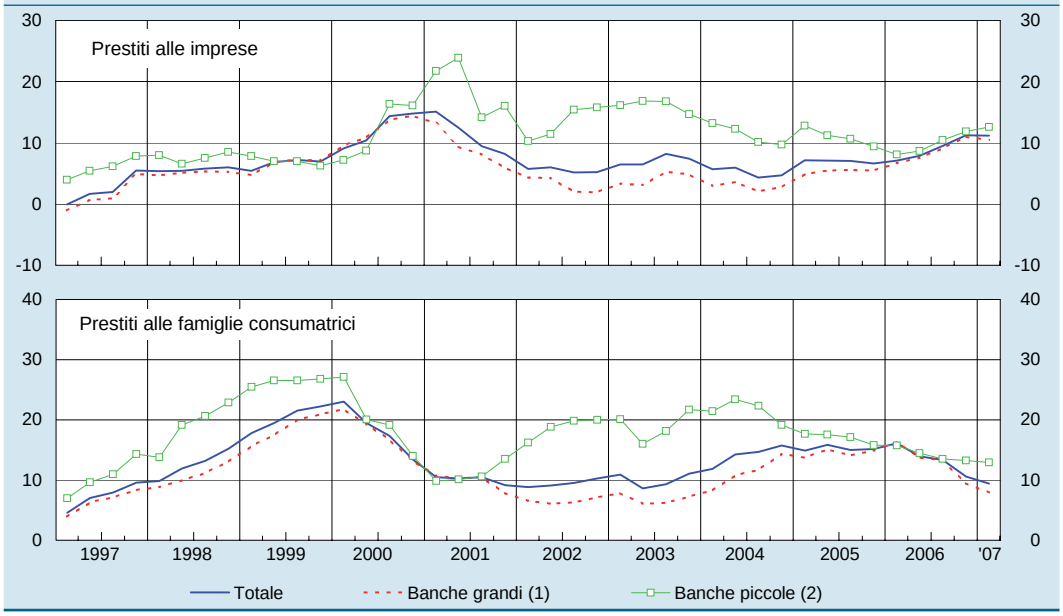
In Italia il mercato del credito al consumo, in forte espansione negli ultimi anni, è ancora poco sviluppato nel confronto internazionale. Alla fine dello scorso dicembre i finanziamenti bancari destinati all'acquisto di beni di consumo erano pari al 3 per cento del PIL, contro il 7 dell'area dell'euro (i rispettivi rapporti in Germania, Francia e Spagna erano del 7, 8 e 9 per cento).

Nel 2006 il tasso di ingresso in sofferenza dei prestiti alle famiglie consumatrici è stato pari allo 0,8 per cento, un valore basso nel confronto storico (fig. 14.4). Gli incagli (prestiti in temporanea difficoltà) hanno rallentato.

Andamento dei prestiti per classe dimensionale di banca. – Nel 2006, la crescita dei prestiti erogati dalle banche di maggiore dimensione, che nell'ultimo decennio era stata più contenuta, risentendo dei processi di riorganizzazione aziendale all'interno dei gruppi, si è allineata a quella delle banche "piccole" e "minori" (cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Banche; fig. 14.5). Alla fine dello scorso dicembre agli intermediari più grandi era riconducibile il 70 per cento dei prestiti alle imprese e il 69 per cento di quelli alle famiglie (le quote di mercato nel 1997 erano pari, rispettivamente, al 79 e al 78 per cento).

Figura 14.5

Prestiti bancari per classe dimensionale di banca
(dati trimestrali; 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*; per la classificazione dimensionale degli intermediari cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Banche.

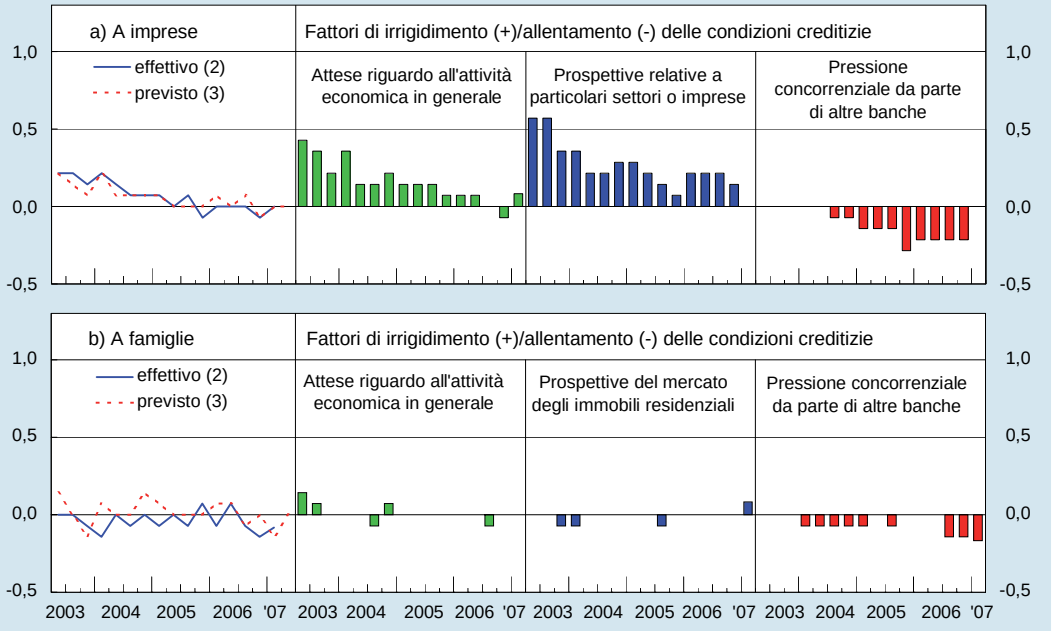
Nel 2006 l'espansione dei prestiti erogati dalle banche di maggiore dimensione è stata molto forte nel segmento delle imprese con oltre venti addetti (13 per cento, come per gli altri intermediari), mentre è stata più contenuta in quello delle piccole imprese e famiglie produttrici (6 per cento, a fronte del 10 registrato dalle banche di minore dimensione).

Le condizioni di offerta del credito e i tassi di interesse

L'offerta di credito. – Secondo le informazioni raccolte presso i gruppi bancari italiani che partecipano all'indagine trimestrale sul credito bancario condotta dall'Eurosistema (*Bank Lending Survey*), nel corso del 2006, nonostante l'incremento dei tassi di interesse sul mercato monetario, le condizioni di erogazione dei prestiti alle imprese sono rimaste distese, beneficiando del miglioramento della congiuntura e dell'ulteriore aumento della pressione concorrenziale (fig. 14.6). L'indice del grado di restrizione delle condizioni di offerta, calcolato aggregando le informazioni di natura qualitativa fornite dalle banche, ha raggiunto lo scorso dicembre il valore minimo dall'avvio della rilevazione nel 2003. L'assenza di tensioni dal lato dell'offerta è confermata anche da indicatori basati sul costo dei finanziamenti: il differenziale tra il tasso medio sui prestiti a breve termine alle imprese e quello minimo, che tende ad ampliarsi nelle fasi di restrizione, è sceso ulteriormente, a due punti percentuali; il grado di dispersione dei tassi di interesse applicati alle diverse classi dimensionali di impresa è risultato sostanzialmente stabile.

Figura 14.6

Indici delle condizioni di erogazione dei prestiti bancari e principali determinanti (1)



Fonte: Indagine trimestrale sul credito bancario nell'area dell'euro.
(1) Indici di diffusione costruiti aggregando le risposte qualitative fornite dai gruppi partecipanti all'indagine trimestrale sul credito bancario sulla base del seguente schema di ponderazione: 1=notevole irrigidimento, 0,5=moderato irrigidimento, 0=sostanziale stabilità, -0,5=moderato allentamento, -1=notevole allentamento. Il campo di variazione dell'indice è quindi compreso tra -1 e 1. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.* – (2) Riferito al periodo nel quale l'indagine viene condotta. – (3) Previsioni formulate nel trimestre precedente.

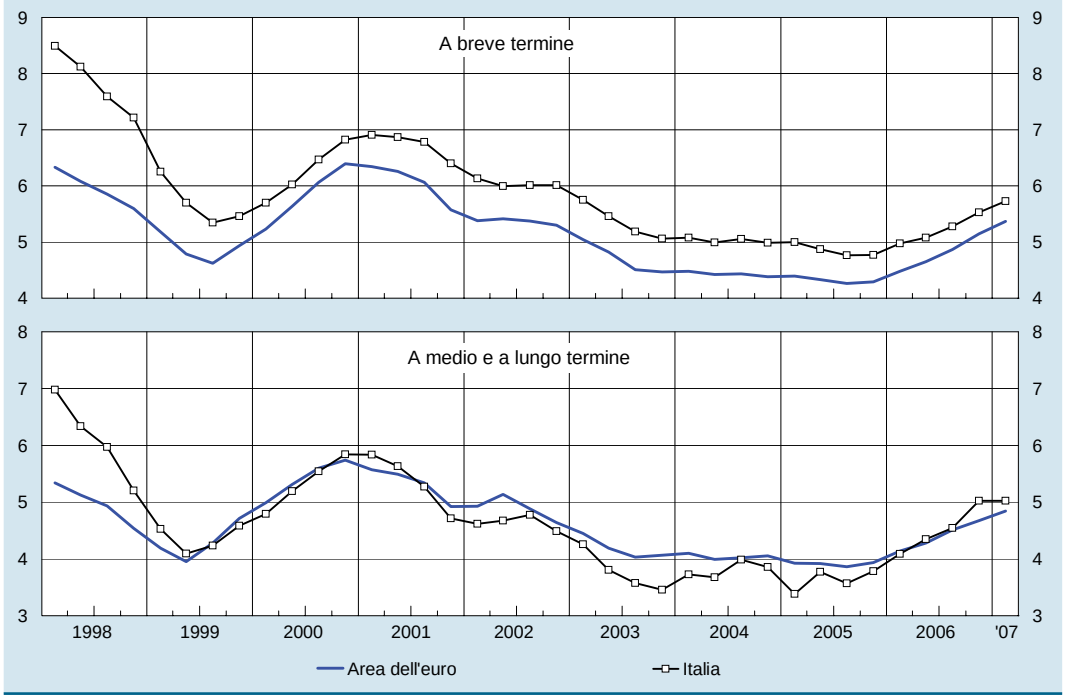
Anche le condizioni praticate sui prestiti alle famiglie si sono mantenute distese: la crescente pressione concorrenziale si è tradotta in un aumento del rapporto tra il valore

dei prestiti e quello delle garanzie e nell'allungamento della scadenza media dei contratti di mutuo. Sono aumentati in taluni casi i margini di prezzo applicati ai segmenti di clientela più rischiosa.

I tassi di interesse. – I tassi di interesse sui prestiti in Italia si sono adattati con gradualità all'aumento dei saggi ufficiali, in linea con quanto osservato in analoghe fasi di restrizione monetaria in passato. Tra il minimo registrato nell'ultima parte del 2005 e lo scorso marzo, il tasso medio sui prestiti a breve termine alle imprese è salito di un punto percentuale, a fronte di un aumento dei tassi ufficiali di 1,75 punti (fig. 14.7).

Figura 14.7

Tassi d'interesse sui prestiti bancari alle imprese (1)
(dati trimestrali)



Fonte: segnalazioni statistiche di vigilanza e Centrale dei rischi.
(1) Fino al dicembre 2002 i dati sono stati ricostruiti sulla base dei tassi non armonizzati; a partire dal 2003 i tassi bancari sono raccolti ed elaborati secondo la metodologia armonizzata dell'Eurosistema; i prestiti a breve termine si riferiscono a contratti con scadenza non superiore all'anno. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il differenziale tra i tassi di interesse sui crediti a breve termine alle imprese del Mezzogiorno e del Centro Nord, corretto per la diversa composizione settoriale e dimensionale della clientela, è lievemente diminuito, all'1,3 per cento (fig. 14.8). Il divario di costo riflette la più elevata rischiosità delle imprese del Mezzogiorno.

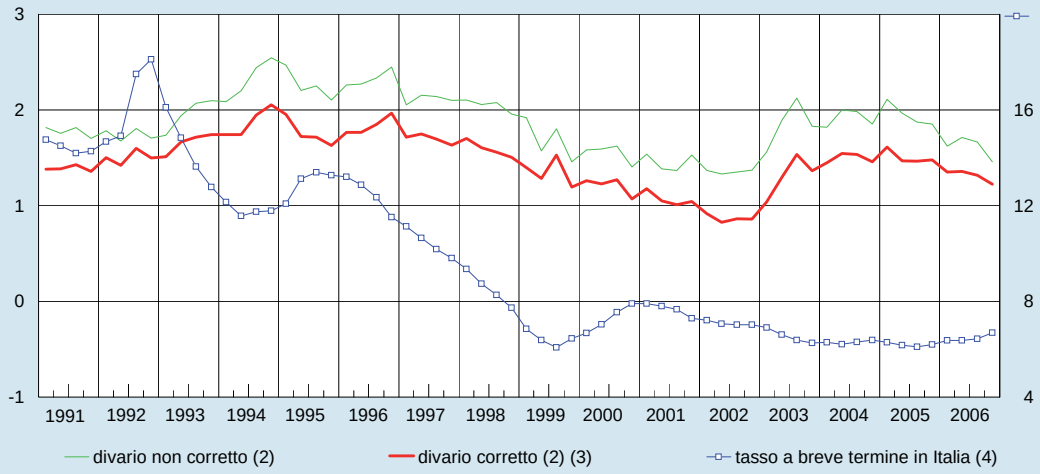
In Italia il tasso annuo effettivo globale (TAEG) sulle nuove erogazioni di prestiti alle famiglie per acquisto di abitazioni è salito, dall'avvio della fase di aumento dei tassi monetari, di 1,5 punti percentuali, al 5,4 per cento (fig. 14.9). Nell'area dell'euro l'incremento è stato di 1,1 punti, al 4,9 per cento.

Il tasso sui prestiti destinati all'acquisto di abitazioni nel nostro paese è maggiore rispetto a quello dell'area dell'euro sia per i contratti a tasso variabile, sia per quelli a tasso fisso, per questi ultimi in misura più accentuata. Alla fine dello scorso marzo, escludendo le spese accessorie (amministrative,

Figura 14.8

Divario tra i tassi sui prestiti bancari a breve termine alle imprese nel Mezzogiorno e nel Centro Nord (1)

(dati trimestrali; valori e punti percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Per le definizioni cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Scala di sinistra. – (3) A parità di composizione settoriale e dimensionale. – (4) Scala di destra.

istruttorie e assicurative), il differenziale era pari a 0,2 punti percentuali sui finanziamenti con tasso rivedibile entro un anno e a 0,8 punti sui mutui con tasso fisso. La recente emanazione in Italia della normativa secondaria sui covered bond (titoli obbligazionari garantiti da specifiche attività iscritte nel bilancio; cfr. il capitolo 16: L'azione di Vigilanza*) consentirà alle banche italiane di ampliare la gamma degli strumenti di raccolta, ridurre i costi della provvista e aumentare la corrispondenza tra le scadenze delle poste dell'attivo e del passivo; in una logica di concorrenza, ciò dovrebbe riflettersi in una riduzione dei tassi per i clienti.*

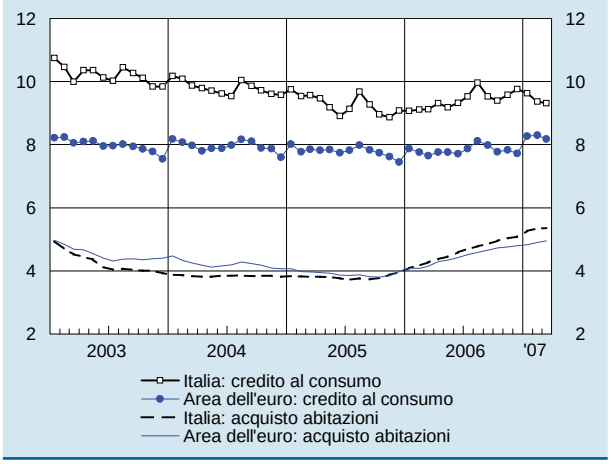
Il TAEG sul credito al consumo concesso dalle banche italiane è aumentato di mezzo punto, al 9,3 per cento; permane elevato il differenziale con quello medio dell'area dell'euro, pari all'8,2 per cento.

Il differenziale del costo del credito al consumo concesso dalle banche in Italia rispetto a quello nell'area dell'euro è attribuibile a diversi fattori strutturali. Le dimensioni ancora contenute del mercato non consentono di sfruttare appieno le economie di scala; molti intermediari specializzati non sono dotati di una capillare rete di sportelli ed erogano finanziamenti principalmente attraverso esercizi commerciali convenzionati, i quali usualmente percepiscono commissioni addizionali; è minore l'incidenza, rispetto agli altri paesi dell'area, dei finanziamenti personali, che sono meno onerosi del credito finalizzato in quanto caratterizzati da un rapporto più diretto con la clientela.

Figura 14.9

Tassi d'interesse sui prestiti alle famiglie (1)

(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.
(1) TAEG sulle nuove operazioni. Contratti stipulati nel periodo di riferimento o che costituiscono una rinegoziazione di condizioni precedentemente determinate. Il TAEG è comprensivo delle spese accessorie (amministrative, istruttorie, assicurative) ed è ottenuto come media ponderata, per gli importi, fra le varie scadenze. Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

La raccolta

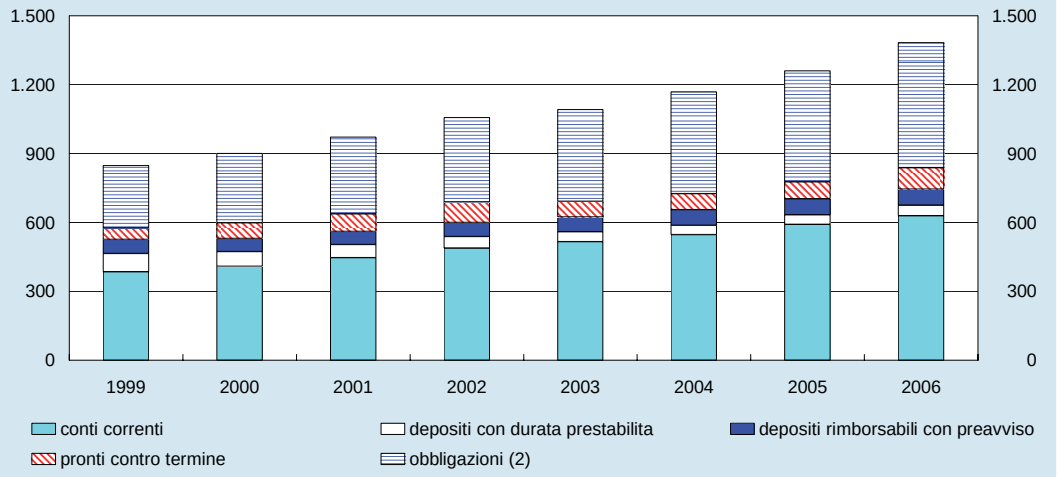
Nel 2006 la crescita della raccolta bancaria sull'interno è stata del 9,9 per cento, in linea con quella registrata nell'area dell'euro (tav. 14.1).

In Italia i depositi in conto corrente hanno registrato una decelerazione, dall'8,0 al 6,7 per cento, in seguito all'aumento del costo opportunità rispetto alla detenzione di titoli a breve termine: nel corso del 2006 il differenziale tra il tasso sui BOT e quello sui conti correnti, al netto della fiscalità, è salito da 1,7 a 2,4 punti percentuali. È stata invece più intensa la domanda dei depositi meno liquidi, come quelli con durata prestabilita e i pronti contro termine, i cui tassi di rendimento hanno reagito più prontamente ai rialzi dei saggi ufficiali. Nel complesso i depositi sono aumentati dell'8,3 per cento (6,9 nel 2005).

Le obbligazioni emesse dalle banche sono cresciute del 12,5 per cento, portandosi al 39 per cento della raccolta complessiva (fig. 14.10). Delle nuove emissioni il 41 per cento è stato collocato sull'euromercato (31 nel 2005); un quarto è a tasso fisso, come nell'anno precedente.

Figura 14.10

Raccolta bancaria (1)
(dati di fine anno; miliardi di euro)



(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.

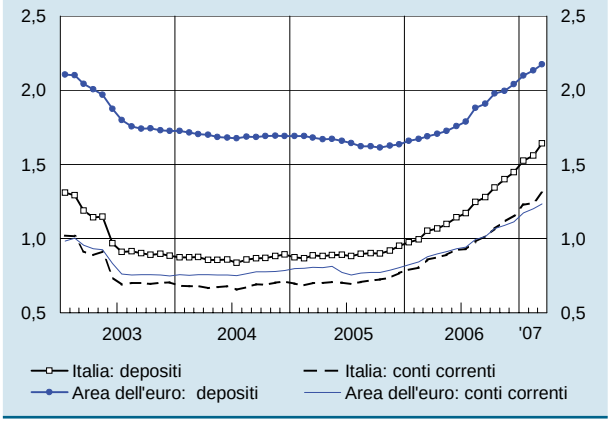
Nonostante il maggior ricorso alla raccolta obbligazionaria, nel 2006 si è ampliato il divario tra la vita media residua delle attività e quella delle passività nel bilancio delle banche, a 22,9 mesi (20,9 alla fine del 2005). In termini di durata finanziaria, tenendo cioè conto del tempo che intercorre tra le revisioni dei rendimenti, il divario si porta a 7,5 mesi (5,2 nel 2005). Includendo anche le attività e le passività fuori bilancio, che comprendono le operazioni di copertura in derivati, il divario è pari a 1,8 mesi (1,3 nel 2005).

L'adeguamento dei tassi bancari sui depositi alle variazioni delle condizioni monetarie è stato più lento rispetto a quello dei tassi attivi. Tra il punto di minimo registrato nell'ultima parte del 2005 e la fine dello scorso marzo, il tasso medio sui conti correnti delle imprese e delle famiglie è aumentato di 0,6 punti in Italia, all'1,3 per cento, un valore analogo a quello della media dell'area (fig. 14.11). L'incremento è stato di pari entità in Germania, più contenuto in Spagna e in Francia (rispettivamente, 0,4 e 0,1 punti).

Si è lievemente ridotto, a 0,5 punti percentuali, il divario tra la remunerazione dei depositi corrisposta in Italia e quella registrata in media nell'area dell'euro. Il divario riflette per 0,2 punti la diversa composizione per forma tecnica dei depositi detenuti dalla clientela. Alla fine dello scorso marzo, i conti correnti, normalmente meno remunerati tra i vari strumenti di raccolta in ragione della loro maggiore liquidità, rappresentavano in Italia il 73 per cento del totale dei depositi, contro il 37 nell'area. La parte rimanente del divario, pari a 0,3 punti, è ascrivibile ai più elevati rendimenti corrisposti sui depositi con durata prestabilita detenuti dalle famiglie e dalle imprese negli altri paesi dell'area dell'euro. In Italia il regime di tassazione degli interessi sfavorisce la detenzione di depositi con durata prestabilita rispetto alle obbligazioni bancarie, che hanno un rendimento sostanzialmente in linea con quello dei titoli pubblici con analoga durata.

Figura 14.11

Tassi d'interesse sui depositi (1)
(dati mensili)



Fonte: elaborazioni su dati BCE.
(1) Per la definizione delle serie cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Il portafoglio titoli e la posizione netta sull'estero delle banche

Il portafoglio titoli. – Nel 2006 i titoli di proprietà delle banche, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei corsi, sono aumentati del 5,3 per cento (tav. 14.1). A fronte di una contrazione delle obbligazioni emesse da società non finanziarie, sono cresciute quelle bancarie, la cui quota è salita dal 36 al 39 per cento del portafoglio titoli. L'11 per cento circa del portafoglio delle banche è costituito da titoli emessi da società veicolo a fronte di operazioni di cartolarizzazione (8 per cento nel 2005).

Il rapporto tra le attività liquide (cassa e titoli diversi dalle azioni) e la somma di prestiti e attività liquide è diminuito nel corso del 2006 di quasi un punto, al 16 per cento, in linea con quanto registrato in media nell'area dell'euro.

Alla fine dello scorso dicembre il valore di mercato delle azioni e delle partecipazioni detenute dalle banche italiane nel capitale di società non bancarie dell'area dell'euro ammontava a 70 miliardi, il 2,9 per cento delle attività non intercreditizie. Le analoghe quote erano pari al 5,3 in Germania, al 3,7 in Francia e al 4,2 in Spagna.

La posizione netta sull'estero. – La posizione debitoria netta sull'estero del sistema bancario italiano, escludendo gli effetti dovuti alle variazioni dei cambi e dei corsi, è aumentata nel 2006 di 25 miliardi. Alla fine dello scorso dicembre, l'indebitamento netto sull'estero, pari a 90 miliardi, era esclusivamente verso paesi esterni all'area dell'euro (circa due terzi verso residenti nel Regno Unito e negli Stati Uniti). La componente soggetta a rischio di cambio è leggermente calata (dal 61 al 58 per cento).

Per l'area dell'euro nel suo complesso, alla fine del 2006 le banche presentavano una posizione attiva verso l'esterno dell'area pari all'1,8 per cento del totale di bilancio. Tra i principali paesi una posizione

creditoria netta si registrava soltanto per la Germania (7,4 per cento). I sistemi bancari italiano, francese e spagnolo presentavano invece una posizione debitoria netta, rispettivamente, del 3,2, 1,0 e 0,9 per cento.

I conti economici

In questo paragrafo sono commentati i conti economici delle banche operanti in Italia, incluse le filiali di banche estere, non consolidati a livello di gruppo. Essi consentono di valutare la redditività dell'industria bancaria nel nostro paese. Un'analisi dei conti economici dei gruppi bancari italiani, che includono anche l'operatività delle controllate estere e delle società non bancarie comprese nel perimetro di consolidamento, è condotta nel capitolo 15: *Struttura, redditività, patrimonio e rischi degli intermediari*.

Nel 2006 il margine di interesse è aumentato del 10,4 per cento (tav. 14.5). Tale andamento è riconducibile alla forte espansione dei fondi intermediati; il differenziale tra il rendimento unitario dei prestiti e il costo medio della raccolta è rimasto sostanzialmente stabile, a 1,9 punti percentuali.

A partire dal 2006 è obbligatoria, nella redazione del bilancio individuale delle banche, l'adozione dei nuovi principi IAS/IFRS. La normativa stabilisce in via generale l'applicazione retrospettiva dei nuovi criteri contabili con l'obbligo di presentare almeno un anno di informazioni comparative. Per effettuare un confronto omogeneo tra i dati di conto economico del 2006 e del 2005, la Banca d'Italia ha condotto presso le banche italiane, con esclusione di quelle di credito cooperativo, una apposita rilevazione dei dati di bilancio relativi al 2005 redatti secondo i nuovi principi contabili. Al momento dell'elaborazione avevano risposto 317 intermediari, che rappresentavano oltre il 90 per cento del totale delle attività del sistema bancario italiano. Per le banche escluse dalla rilevazione i dati per il 2005 sono stati parzialmente stimati.

I ricavi da servizi sono aumentati del 5,2 per cento. La crescita è ascrivibile sia alle commissioni percepite sulla vendita di prodotti di imprese assicurative, SIM e SGR, sia, in misura minore, all'incremento delle commissioni di incasso e pagamento. I ricavi derivanti dalla gestione professionale del risparmio sono diminuiti.

Il risultato netto dell'attività di negoziazione sui titoli in portafoglio è più che raddoppiato. L'aumento è quasi interamente riconducibile agli utili realizzati dalla cessione o riacquisto di strumenti finanziari disponibili per la vendita (titoli di debito, titoli di capitale di imprese quotate e non quotate, quote di OICR, finanziamenti).

I dividendi da azioni e partecipazioni non bancarie sono cresciuti del 16,8 per cento. Il margine d'intermediazione è salito del 10,8 per cento.

Le spese per il personale sono aumentate dell'8,1 per cento; al netto degli oneri sostenuti per la cessazione anticipata dei rapporti di lavoro e dei compensi percepiti dagli amministratori, l'incremento è stato del 5,2 per cento. Il numero dei dipendenti bancari è aumentato, in media d'anno, dello 0,6 per cento. Il costo unitario del personale è cresciuto del 4,6 per cento, a 71.000 euro, riflettendo sia l'aumento previsto dal contratto nazionale del settore del febbraio 2005 sia gli accantonamenti effettuati in previsione del suo prossimo rinnovo.

Nel complesso i costi operativi sono aumentati del 7,3 per cento e il risultato di gestione del 16,2 per cento.

Le rettifiche nette di valore e gli accantonamenti sono diminuiti del 3,8 per cento e hanno assorbito circa un quinto del risultato di gestione. Dopo un biennio di forti riduzioni sono lievemente cresciute le perdite su crediti (2,0 per cento). I proventi di natura straordinaria sono più che raddoppiati, principalmente per effetto della cessione di partecipazioni.

Al netto delle imposte dirette l'utile è salito del 35,8 per cento. Il rendimento del capitale e delle riserve al netto delle imposte (ROE), ottenuto sommando anche il reddito netto delle filiali all'estero (0,5 miliardi), è stato pari all'11,8 per cento (9,8 nel 2005).

Tavola 14.5

Conti economici delle banche italiane: formazione dell'utile (1)

VOCI	2005	2006	2006
	In percentuale dei fondi intermediati		**Variazioni percentuali (3)**
Margine d'interesse (a)	1,41	1,43	10,4
Altri ricavi netti (b) (2)	1,52	1,58	13,8
			(11,2)
di cui: *negoziazione e valutazione al fair value*	*0,10*	*0,19*	*103,9*
servizi	*0,82*	*0,79*	*5,2*
dividendi e proventi assimilati (2)	*0,34*	*0,40*	*27,2*
			(16,8)
Margine d'intermediazione (c=a+b) (2)	2,93	3,01	12,2
			(10,8)
Costi operativi (d)	1,74	1,71	7,3
di cui: *per il personale bancario* (3)	*0,93*	*0,92*	*8,1*
Risultato di gestione (e=c-d) (2)	1,20	1,30	19,2
			(16,2)
Rettifiche e riprese di valore e accantonamenti (f)	0,31	0,27	-3,8
di cui: *su crediti*	*0,18*	*0,17*	*2,0*
Proventi straordinari (g)	0,03	0,06	139,4
Utile lordo (h=e-f+g) (2)	0,92	1,10	30,7
			(27,7)
Imposte (i)	0,26	0,28	17,7
Utile netto (h-i)	0,66	0,82	35,8
		Altri indicatori	
Utile netto in percentuale del capitale e delle riserve (ROE) (4)	9,8	11,8	
	Consistenze		**Variazioni percentuali**
Fondi intermediati (milioni di euro)	2.545.416	2.784.287	9,4
Dipendenti medi totali	337.411	339.112	0,5
di cui: *dipendenti bancari*	*336.515*	*338.540*	*0,6*
Fondi intermediati per dipendente (migliaia di euro)			
Valori nominali	7.544	8.211	8,8
Valori a prezzi costanti (5)	6.050	6.326	4,6
Costo unitario del personale (migliaia di euro)			
Valori nominali (6)	67,8	71,0	4,6
Valori a prezzi costanti (5) (6)	54,4	54,7	0,5
Per memoria (7):			
Fondi intermediati (milioni di euro)	2.552.282	2.793.029	9,4
Numero dei dipendenti totali (8)	336.790	339.886	0,9
di cui: *dipendenti bancari* (8)	*335.917*	*339.878*	*1,2*

(1) Per le modalità di calcolo e la definizione delle voci cfr. nell'Appendice le sezioni: *Note metodologiche* e *Glossario*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti. I dati dell'ultimo anno sono provvisori. – (2) Fra parentesi sono riportati i tassi di crescita calcolati escludendo i dividendi percepiti su partecipazioni bancarie se inclusi nell'aggregato. – (3) Comprendono le competenze, gli oneri per il trattamento di fine rapporto e quelli previdenziali nonché le provvidenze varie per il personale bancario; i dati includono anche gli oneri straordinari sostenuti per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro. Il personale bancario è ottenuto sottraendo dal numero totale dei dipendenti gli addetti alle esattorie e quelli distaccati presso altri enti e sommando i dipendenti di altri enti distaccati presso la banca. – (4) All'utile sono sommati il reddito netto delle filiali all'estero. – (5) Dati deflazionati con l'indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale (base 1995=100). – (6) Sono esclusi dalle spese per il personale bancario gli oneri straordinari per agevolare l'interruzione anticipata del rapporto di lavoro, i compensi degli amministratori e le spese per il personale collocato a riposo. – (7) Dati riferiti all'intero sistema bancario, incluse le banche che non hanno inviato le informazioni di conto economico. – (8) Dati di fine periodo.

LA VIGILANZA SUGLI INTERMEDIARI

15. STRUTTURA, REDDITIVITÀ, PATRIMONIO E RISCHI DEGLI INTERMEDIARI

Il processo di consolidamento del sistema bancario italiano dallo scorso anno ha subito una netta accelerazione; ha riguardato grandi gruppi e banche popolari di dimensione rilevante; il grado di concentrazione del sistema è significativamente aumentato. Si osservano nuove operazioni di aggregazione tra grandi intermediari.

All'inizio del 2007 l'integrazione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI ha generato un operatore di primaria importanza in Europa; in termini di attivo, la sua quota sul mercato interno è del 20,2 per cento. UniCredit, che nel 2005 aveva acquisito un importante gruppo tedesco, è tra i principali intermediari europei; la sua operatività è per il 70 per cento circa svolta all'estero. L'annunciata aggregazione con Capitalia rafforzerebbe significativamente la componente domestica del nuovo gruppo, la cui quota sul mercato nazionale si ragguaglierebbe al 17,3 per cento. Nei primi mesi del 2007 integrazioni nel comparto delle banche popolari hanno determinato la costituzione di intermediari che sono tra i maggiori del nostro sistema.

Tavola 15.1

Struttura del sistema finanziario italiano

TIPO INTERMEDIARIO	31 dicembre 2005			31 dicembre 2006		
	Numero intermediari			Numero intermediari		
	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale	Inclusi nei gruppi	Non inclusi nei gruppi	Totale
Gruppi bancari			**85**			**87**
Banche	**230**	**554**	**784**	**227**	**566**	**793**
di cui: *banche spa*	*201*	*42*	*243*	*198*	*47*	*245*
banche popolari	*18*	*18*	*36*	*18*	*20*	*38*
banche di credito cooperativo	*11*	*428*	*439*	*11*	*425*	*436*
succursali di banche estere	*–*	*66*	*66*	*–*	*74*	*74*
Società di intermediazione mobiliare	**23**	**85**	**108**	**18**	**88**	**106**
Società di gestione del risparmio e Sicav	**61**	**121**	**182**	**67**	**132**	**199**
Società finanziarie iscritte nell'elenco ex art. 107 del TUB	**101**	**308**	**409**	**99**	**345**	**444**
Istituti di moneta elettronica (Imel)	**–**	**–**	**–**	**–**	**3**	**3**
Altri intermediari vigilati (1)	**–**	**2**	**2**	**–**	**2**	**2**

(1) Bancoposta e Cassa depositi e prestiti.

Nel 2006 i risultati reddituali consolidati dei gruppi bancari italiani, che includono le componenti estere, hanno registrato un ulteriore miglioramento; vi hanno contribuito guadagni di efficienza operativa e la fase congiunturale positiva. La qualità degli attivi bancari ha progredito in conseguenza sia della più favorevole congiuntura, sia dell'affinamento, in atto da tempo, delle prassi di gestione e di controllo dei rischi. Anche le società finanziarie hanno realizzato un risultato economico migliore rispetto all'anno precedente; i loro impieghi sono cresciuti in misura rilevante, per effetto della fase fortemente espansiva dei finanziamenti alle famiglie consumatrici.

Nel corso degli anni la patrimonializzazione delle nostre banche ha mostrato una tendenza alla crescita. L'aumento della dotazione patrimoniale è stato in primo luogo determinato dall'evoluzione degli utili; la qualità del patrimonio è elevata. Nel 2006 il coefficiente di patrimonializzazione è rimasto pressoché invariato; per i cinque principali gruppi esso si è ridotto, portandosi leggermente al di sotto del 10 per cento.

LA STRUTTURA

Le banche e i gruppi bancari

Le operazioni di aggregazione. – Sotto lo stimolo della concorrenza e della maggiore integrazione, il processo di concentrazione del sistema bancario italiano è aumentato di intensità. Considerando anche le operazioni recentemente annunciate, la quota delle attività del sistema facente capo ai gruppi italiani incorporati o acquisiti da altri gruppi nazionali dall'inizio del 2006 sarebbe del 23,5 per cento, a fronte del 7,2 registrato nel quadriennio 2002-05.

Tavola 15.2

Fusioni, incorporazioni e trasferimenti del controllo (1)

ANNO	Fusioni e incorporazioni tra banche italiane				Acquisizioni di banche italiane		Acquisizioni di banche estere da parte di gruppi bancari italiani	
	Numero di operazioni		Attivo (2)		Numero di operazioni	Attivo (2)	Numero di operazioni	Attivo (2)
		di cui: BCC		di cui: BCC				
Totale 1997-2001 (3)	153	98	5,44	0,35	104	32,79	21	2,06
2002	18	16	0,06	0,05	12	5,06	3	0,41
2003	20	14	0,20	0,05	9	1,53	4	0,19
2004	10	7	0,04	0,02	7	0,35	4	0,06
2005	4	3	0,02	0,00	7	2,32	4	22,94
2006 (4)	6	3	10,50	0,01	4	3,29	10	0,13
Totale 2002-2006 (3)	58	43	10,82	0,13	39	12,55	25	23,73

(1) Operazioni di concentrazione tra banche italiane e tra banche italiane e soggetti esteri. Se l'incorporazione è successiva all'acquisto del controllo l'operazione non viene rilevata. Se l'incorporazione avviene nello stesso anno, non viene rilevata l'acquisizione. Sono escluse le operazioni infragruppo. Le cessioni di attività e passività sono considerate incorporazioni. Per l'acquisto del controllo rileva la data di iscrizione al gruppo ovvero quella in cui si realizza il controllo; per le fusioni e incorporazioni la data di efficacia dell'atto. – (2) Attivo individuale delle banche oggetto dell'operazione in percentuale del totale attivo delle unità operanti in Italia, entrambi relativi al mese di dicembre dell'anno precedente l'operazione o alla data della prima segnalazione di vigilanza per i soggetti passivi esteri. Non è disponibile il dato relativo a soggetti passivi esteri con totale di bilancio inferiore a 50 milioni fino al 2004 e a 100 milioni dal 2005. – (3) Per le banche oggetto di acquisizione per più di una volta nell'arco del periodo è stata considerata solo la prima operazione. Le quote relative alle banche italiane acquisite da intermediari esteri nei periodi 1997-2001 e 2002-2006 sono pari, rispettivamente, all'1,3 e al 5,5 per cento. – (4) È stata inclusa l'incorporazione di Sanpaolo IMI in Banca Intesa.

Negli ultimi due anni risulta significativamente cresciuto il peso delle acquisizioni transnazionali (banche italiane acquisite da soggetti esteri e banche estere acquisite da intermediari italiani; tav. 15.2). Nel 2006 le banche italiane hanno acquisito il controllo di 10 banche estere, di dimensione contenuta, localizzate principalmente nell'Europa orientale.

L'integrazione tra Banca Intesa e Sanpaolo IMI, che ha avuto efficacia giuridica e contabile dal 1° gennaio 2007, ha dato vita a un operatore di primaria rilevanza sul mercato europeo, con attivi pari a 580 miliardi. La rete è composta da circa 5.800 sportelli in Italia; a livello internazionale, il gruppo è presente in 10 paesi mediante 14 filiazioni bancarie controllate, con quote di particolare rilievo nei mercati dell'Europa centro orientale. La sua quota sul mercato interno, calcolata sul totale dell'attivo, è del 20,2 per cento.

Riguardo all'assetto proprietario, i principali azionisti della banca riveniente dalla fusione sono la Compagnia di San Paolo, Crédit Agricole, Assicurazioni Generali e la Fondazione Cariplo. Nell'ambito dell'operazione, Banca Intesa ha sottoscritto un accordo con Crédit Agricole per la cessione al gruppo francese delle partecipazioni detenute nella Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza e nella Banca Popolare Friuladria e di un ramo aziendale costituito da 202 dipendenze.

Il governo societario del nuovo soggetto bancario, con sede legale a Torino e sedi operative a Torino e Milano, è basato sul sistema dualistico di amministrazione e controllo. Il modello organizzativo del nuovo gruppo ha matrice divisionale; nell'ambito della capogruppo è stato costituito un corporate center avente responsabilità di governo e gestione del gruppo; le aree di affari risultano suddivise in cinque business unit incaricate di seguire i diversi segmenti di clientela: Banca dei Territori, per le strutture a servizio dei clienti retail, private e piccole imprese; Corporate & Investment Banking; Enti Pubblici e Infrastrutture; Banche Estere; Eurizon Financial Group.

Dopo l'acquisizione del gruppo tedesco Bayerische Hypo- und Vereinsbank A.G. (HVB), nel corso del 2006 UniCredit ha avviato le operazioni societarie funzionali al conseguimento degli obiettivi previsti dall'integrazione, volti alla semplificazione della struttura e della governance del gruppo. Il gruppo UniCredit ha assunto un assetto organizzativo che si articola lungo tre dimensioni: divisionale, per linee di affari; geografica; di supporto all'operatività del gruppo, per le funzioni che interessano trasversalmente tutte le unità divisionali e giuridiche del conglomerato. Tra le principali operazioni concretizzatesi nel corso del 2006 rilevano: la riorganizzazione delle attività di asset management; il passaggio a UniCredit del controllo diretto di Bank Austria Creditanstalt A.G. (BA-CA); il trasferimento delle partecipate della nuova Europa sotto BA-CA. Nei primi mesi del 2007 l'operatività di UniCredit Banca Mobiliare è stata trasferita alla succursale italiana di HVB che, in prospettiva, accentrerà l'operatività del gruppo nell'investment banking; è in corso il riassetto del comparto del leasing.

Il 20 maggio 2007 i consigli di amministrazione di UniCredit e Capitalia hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Capitalia in UniCredit. L'operazione, subordinata all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni, darebbe vita al maggiore operatore bancario nell'area dell'euro, con una capitalizzazione di borsa di circa 100 miliardi.

Nel comparto delle banche popolari sono state realizzate nei primi mesi del 2007 ulteriori rilevanti integrazioni, finalizzate a fronteggiare le crescenti pressioni concorrenziali e ad assumere un ruolo attivo nel processo di consolidamento del sistema bancario nazionale.

Con la conclusione a marzo scorso dell'OPA sulla Banca Popolare di Intra, Veneto Banca ha assunto una partecipazione del 75,4 per cento nel capitale della banca pie-

montese. Il nuovo gruppo si posiziona, con circa 15 miliardi di attivo, all'ottavo posto fra le popolari e adotterà un modello federativo, nel quale Veneto Banca svolgerà il duplice ruolo di capogruppo e banca rete.

L'aggregazione tra Banche Popolari Unite e Banca Lombarda e Piemontese spa ha dato origine, dal 1° aprile 2007, a una nuova banca popolare, denominata Unione di Banche Italiane scpa (UBI Banca). Il nuovo gruppo, caratterizzato da attività totali per 117 miliardi, si posiziona oggi al quinto posto su base nazionale; a esso fa capo una rete costituita da 1.970 sportelli.

Il nuovo soggetto è caratterizzato da un sistema di amministrazione e controllo di tipo dualistico e da un modello organizzativo federativo, finalizzato a preservare e valorizzare il radicamento nel territorio delle singole entità bancarie e i rispettivi marchi.

Dal 1° luglio 2007 avrà decorrenza la fusione tra Banco Popolare di Verona e Novara e Banca Popolare Italiana, attraverso la creazione di una nuova banca popolare con funzione di capogruppo quotata. Il soggetto bancario derivante dall'aggregazione, che diventerà il nuovo primo gruppo tra le popolari, sarà caratterizzato da attività totali per circa 120 miliardi e da una rete di 2.200 sportelli.

Anche il nuovo soggetto opererà sulla base di un modello federativo, attraverso il controllo da parte della capogruppo di entità autonome configurate come banche reti o società prodotto, e adotterà un sistema di amministrazione e controllo dualistico.

Il 20 maggio 2007 è stata annunciata l'operazione di aggregazione tra la Banca Popolare di Milano e la Banca Popolare dell'Emilia Romagna, con l'obiettivo di costituire un gruppo cooperativo di rilevante dimensione nazionale.

A seguito di tali operazioni, la quota di mercato delle prime cinque banche popolari si attesterebbe all'82,1 per cento del relativo segmento di mercato. Si accentuano le differenze interne al comparto: mentre si formano gruppi a proiezione nazionale, restano numerosi gli istituti a esclusiva vocazione locale.

Il grado di concentrazione del sistema bancario italiano. – I gruppi bancari italiani stanno accrescendo le dimensioni operative: considerando anche le operazioni di aggregazione realizzate nei primi mesi del 2007, l'ammontare medio delle loro attività sul mercato nazionale è passato da 20 miliardi nel 2001 a 27 miliardi.

Il sistema bancario vede aumentare il grado di concentrazione; rispetto al 2005, la quota delle attività del sistema sul mercato nazionale facenti capo ai primi cinque gruppi è aumentata dal 45,0 al 48,7 per cento; l'indice di Herfindahl-Hirschman, calcolato sull'attivo totale delle unità operanti in Italia in base 10.000, è aumentato da 505 a 711.

Entrambi gli indicatori crescerebbero ulteriormente, rispettivamente al 53,5 per cento e a 850, una volta perfezionata la fusione tra UniCredit e Capitalia recentemente annunciata. La quota di mercato dei primi cinque gruppi si collocherebbe su un valore intermedio tra quello di Germania, più basso, e Francia.

La struttura del sistema è in rapida evoluzione; essa è caratterizzata dalla presenza di quattro categorie di intermediari. La prima classe è composta da due gruppi (UniCredit e Intesa Sanpaolo) di dimensioni rilevanti anche in ambito europeo e con ele-

vata proiezione internazionale, il cui peso complessivo sul mercato bancario domestico verrebbe a rafforzarsi significativamente (dal 31,7 al 37,5 per cento) a seguito della fusione tra UniCredit e Capitalia. Considerando anche l'ulteriore operazione aggregativa tra Banca Popolare di Milano e Banca Popolare dell'Emilia Romagna, ai due principali operatori si affiancherebbero quattro gruppi medio-grandi con operatività prevalentemente nazionale, tra cui tre banche popolari; a tale raggruppamento sarebbe riconducibile il 19,7 per cento dell'attivo del sistema nazionale.

La fascia intermedia (30,0 per cento del mercato) è costituita da un numero relativamente elevato (45) di gruppi e banche individuali con operatività prevalentemente tradizionale, la cui dimensione media (15 miliardi) è significativamente minore di quella dei sei maggiori intermediari. La classe più numerosa, con una quota di mercato del 12,8 per cento, è costituita da 596 piccoli intermediari specializzati nel finanziamento delle economie locali, tra cui le banche di credito cooperativo, e dalle filiali di banche estere di minore dimensione.

La proprietà dei gruppi bancari e delle banche. – All'inizio del 2007, con riferimento ai primi dieci gruppi bancari, i dati sulle partecipazioni nel capitale rilevabili nell'archivio tenuto dalla Consob mostrano che, a seguito dell'operazione Intesa Sanpaolo, la quota media di capitale detenuta da soggetti esteri, ponderata per il valore dell'attivo consolidato delle unità operanti in Italia, era del 17,0 per cento, distribuita fra banche (13,2 per cento), società finanziarie (1,8 per cento) e assicurazioni (2,0 per cento). Una quota media del 17,0 per cento era di proprietà delle fondazioni bancarie; il 56,5 per cento del capitale, in media, risultava flottante sul mercato.

Considerando l'intero sistema bancario, all'inizio del 2007 risultavano detentori di partecipazioni superiori al 5 per cento del capitale 33 soggetti esteri – prevalentemente banche e finanziarie di paesi dell'Unione europea – con interessenze in 42 banche, di cui 21 capogruppo e 10 appartenenti a gruppi bancari. Le fondazioni bancarie detenevano quote superiori al 50 per cento del capitale in 17 banche, alle quali faceva capo il 7,8 per cento dell'attivo totale delle unità operanti in Italia; disponevano di partecipazioni comprese fra il 5 e il 50 per cento in altri 39 intermediari.

Alla fine del 2006 le banche quotate erano 31, tre in meno dell'anno precedente; nel complesso esse rappresentavano il 67,6 per cento dell'attivo totale delle unità operanti in Italia (74,0 per cento nel 2005). Sei tra i primi 20 gruppi per attivo consolidato non sono quotati in borsa.

Tutte le banche quotate, a eccezione di quelle presenti sul mercato Expandi, dedicato alle piccole e medie imprese, hanno formalmente aderito al codice di autoregolamentazione delle società quotate. Sono 23 le banche che hanno istituito all'interno dell'organo amministrativo comitati con funzioni di tipo consultivo e/o propositivo.

Il grado di internazionalizzazione del sistema. – Nel 2006 la proiezione internazionale degli intermediari italiani si è sostanzialmente mantenuta sui livelli raggiunti l'anno precedente con l'acquisizione del gruppo HVB da parte di UniCredit. Alla fine dello scorso anno i gruppi italiani presenti all'estero erano 26 (25 nel 2005) e il peso delle unità estere sull'attivo totale era pari al 26,4 per cento (25,0 per cento nel 2005); per i primi cinque gruppi bancari il peso dell'estero era pari al 38,3 per cento.

I dati contenuti nel rapporto EU Banking Structures, *riferiti a un campione di 46 grandi gruppi bancari europei, mostrano che, nel 2005, il peso dell'estero era pari, in media, al 38 per cento circa.*

I principali mercati di sbocco dei gruppi italiani rimangono quelli dell'Europa orientale, obiettivo delle strategie di sviluppo commerciale negli ultimi anni. In questi paesi la quota del mercato bancario detenuta nel complesso da operatori esteri è pari, in media, al 75,3 per cento; quella facente capo ai gruppi italiani si attesta, in media, al 20 per cento circa (tav. 15.3).

Tavola 15.3

Presenza estera nei sistemi bancari di alcuni paesi europei
(dati relativi al 31 dicembre 2006)

PAESI EUROPEI (1)	Numero banche			Attivo		
	Totale	di cui:		Totale (miliardi di euro) (2)	di cui	
		filiali e filiazioni di soggetti esteri	filiali e filiazioni di soggetti italiani		percentuale relativa alle banche di proprietà estera	percentuale relativa alle banche di proprietà italiana
Austria	834	49	14	796,0	19,4	18,3
Belgio	105	79	2	1.221,4	23,3	0,1
Bulgaria	32	23	3	21,6	80,1	19,8
Croazia	44	15	7	42,3	90,8	44,7
Francia	411	161	10	5.434,7	10,1	0,1
Germania	2.048	139	13	7.189,6	11,1	3,9
Lussemburgo	156	148	17	839,6	93,6	3,4
Paesi Bassi	344	34	1	1.975,4	14,3	..
Polonia	63	40	4	177,8	69,7	21,2
Repubblica Ceca	37	28	3	114,6	96,7	7,6
Romania	38	33	15	51,0	88,6	8,3
Russia	1.143	64	3	404,8	12,1	2,1
Slovacchia	24	22	3	40,9	97,0	26,5
Slovenia	25	8	2	33,8	29,2	11,4
Spagna	276	90	5	2.480,0	9,5	0,2
Ungheria	210	32	4	88,0	88,0	15,3

Fonti: elaborazioni su dati forniti da banche centrali e autorità di vigilanza dei rispettivi paesi; segnalazioni di vigilanza individuali e Albo dei Gruppi.
(1) Austria:sono incluse le banche di risparmio edilizio; sono escluse le banche speciali *(banken mit sonderaufgaben)* che hanno natura di *real estate funds, investment companies* e *severance funds*. Belgio, Paesi Bassi e Lussemburgo: sono incluse le banche commerciali, le *savings banks*, le *mortgage banks* e le *building societies*. Croazia: sono incluse le *commercial banks* e le *housing savings banks*. Francia: sono incluse le banche commerciali, le banche organizzate in forma cooperativa e le succursali di banche dello spazio economico europeo. Germania: sono incluse le *Landesbanken*, le banche cooperative, gli istituti centrali delle banche cooperative e le banche con compiti speciali. Polonia: non sono incluse le *cooperative banks*. Slovenia: sono incluse le *commercial banks* e le *savings banks*. Spagna: sono incluse le sole *deposit institutions*. I dati di attivo delle filiali di proprietà estera sono riferiti al 31.12.2005. Ungheria: sono incluse le *savings cooperatives*. – (2) Attivo totale dei bilanci individuali.

In Croazia la quota degli intermediari di proprietà di gruppi italiani rappresenta circa la metà del sistema bancario nazionale; in Slovacchia, Polonia, Bulgaria e Ungheria gli intermediari italiani dispongono di quote intorno al 20 per cento; rilevanti, a seguito dell'operazione UniCredit-HVB, risultano anche le quote sui mercati tedesco e austriaco.

Nel 2006 si è accresciuta la presenza di operatori esteri sul mercato italiano; tenendo anche conto dell'acquisizione da parte di Crédit Agricole del controllo della Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza e della Banca Popolare Friuladria, alle 74 filiali e alle 24 filiazioni di soggetti esteri sono riconducibili rispettivamente il 7,6 e l'11,0 per cento

dell'attivo totale delle unità operanti in Italia (rispettivamente il 6,8 e il 10,0 per cento nel 2005).

Il grado di apertura all'estero del sistema bancario italiano appare superiore a quello degli altri principali paesi dell'Europa continentale (Germania, Francia, Spagna); alla fine dello scorso anno in questi paesi la quota di mercato delle filiali e filiazioni estere, calcolata sul totale dell'attivo individuale, era pari in media al 10,5 per cento.

I rapporti tra banche e assicurazioni. – In Italia le banche continuano a rappresentare il più importante canale di distribuzione dei prodotti assicurativi relativi al ramo vita: nel 2006 esse hanno collocato il 74,4 per cento del valore dei nuovi contratti assicurativi, per un ammontare complessivo di premi di 36,3 miliardi.

Oltre al congiunto utilizzo delle rispettive reti commerciali, l'integrazione tra banche e assicurazioni si realizza attraverso legami partecipativi reciproci fino alla costituzione di conglomerati finanziari.

All'inizio del 2007, 9 compagnie assicurative, fra cui 4 estere, erano presenti nel capitale di 25 banche italiane. Le banche controllate da gruppi assicurativi erano 8, prevalentemente orientate allo sviluppo dei canali distributivi e all'innovazione dei prodotti; a esse faceva capo l'1 per cento circa dell'attivo totale delle unità operanti in Italia.

A loro volta, 194 banche detenevano partecipazioni in 127 compagnie di assicurazioni e di brokeraggio, di cui 92 italiane. Fra le partecipazioni in compagnie italiane, 68, di cui 31 operanti nel ramo vita, erano superiori al 20 per cento; le interessenze di controllo esclusivo erano 32, di cui 11 in compagnie operanti nel ramo vita.

In base all'Accordo di coordinamento sottoscritto tra Banca d'Italia, Consob e Isvap sono in corso, anche alla luce delle recenti operazioni di aggregazione, l'aggiornamento dell'elenco dei conglomerati finanziari e il completamento del quadro regolamentare relativo agli istituti di vigilanza supplementare (operazioni intragruppo, concentrazione dei rischi, sistema dei controlli interni).

Gli intermediari non bancari

Le società di gestione del risparmio (SGR). – La ridotta crescita dei patrimoni complessivamente gestiti dagli intermediari di proprietà italiana si è riflessa in un aumento della quota di mercato degli operatori esteri, passata dal 25,5 per cento del 2005 al 29,1 per cento del 2006 (cfr. anche il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*). La crescente penetrazione degli intermediari esteri nel mercato del nostro paese è stata resa possibile, oltre che dai vantaggi connessi con il più favorevole trattamento fiscale dei fondi esteri rispetto a quelli italiani, dalla progressiva apertura delle reti di vendita all'offerta di terzi.

Nel comparto dei fondi aperti di diritto italiano, caratterizzato negli ultimi anni da una rilevante riduzione dei patrimoni gestiti, il calo ha interessato in misura maggiore i gestori dei gruppi bancari e assicurativi (12,9 per cento). Per le SGR indipendenti la riduzione è stata più contenuta (3,5 per cento) e determinata esclusivamente dalla scelta di parziale delocalizzazione all'estero realizzata da un operatore (Azimut SGR); al netto di tale operazione, il patrimonio riconducibile a questi intermediari aumenta infatti del 2,7 per cento.

Nel settore dei fondi speculativi (hedge fund), costituito per il 95 per cento circa da fondi che investono pressoché interamente in quote di hedge fund esteri (fondi di fondi), è rilevante la presenza di intermediari non inseriti in gruppi bancari e assicurativi, la cui quota di mercato ha raggiunto il 28,3 per cento, a fronte del 27,5 per cento rilevato nel 2005; è significativo anche il ruolo di operatori esteri, che gestiscono poco meno del 30 per cento circa dei patrimoni complessivi.

I sottoscrittori di hedge fund italiani sono prevalentemente intermediari finanziari e investitori istituzionali (57,9 per cento); le imprese e le famiglie hanno una quota del 37 per cento. Alla fine del 2006 la leva finanziaria degli hedge fund italiani, misurata dal rapporto tra indebitamento e patrimonio netto, era contenuta, pari in media al 20 per cento e in linea con i valori registrati nel 2005; le controparti sono rappresentate da banche nazionali. Il basso grado di leverage riflette la prevalenza dei fondi di fondi che si caratterizzano per un indebitamento contenuto; più elevato (110 per cento) è risultato il grado di leverage dei fondi cosiddetti puri, che investono direttamente in strumenti finanziari diversi dalle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR).

Tra i fondi chiusi mobiliari (fondi di private equity) rimangono prevalenti le iniziative di operatori non appartenenti a gruppi bancari o assicurativi, che gestiscono il 57,0 per cento del patrimonio complessivo; quasi il 12,3 per cento è riconducibile direttamente o indirettamente a operatori esteri. Il 78,1 per cento circa degli asset gestiti fa capo a fondi riservati agli investitori qualificati.

Nel settore dei fondi immobiliari, il 58,9 per cento dei patrimoni gestiti, equamente divisi tra prodotti di tipo riservato e prodotti destinati al pubblico retail, è riconducibile a intermediari di matrice bancaria o assicurativa (in riduzione rispetto al 63,3 per cento rilevato nel 2005); il 33,3 per cento del patrimonio rimanente risulta gestito da operatori privati o del settore immobiliare (29,5 per cento nel 2005).

Le prospettive dell'industria del risparmio gestito. – L'industria italiana del risparmio gestito rimane basata sull'integrazione verticale fra reti distributive (banche e assicurazioni) e fabbriche di prodotto, con un ruolo predominante delle strutture distributive.

Alla fine del 2006 la quota di mercato riconducibile ai gruppi bancari e assicurativi, italiani e esteri, era pari all'84 per cento circa. La prevalenza degli intermediari inseriti in gruppi bancari e assicurativi è una caratteristica comune dei principali mercati continentali. Tra i primi 20 operatori europei dell'asset management nelle classifiche di *Institutional Investor*, 18 erano costituiti da gruppi bancari e assicurativi.

In Italia il modello di integrazione verticale ha consentito, mediante la concentrazione in capo alle SGR delle attività di gestione dei gruppi, la creazione e lo sviluppo delle fabbriche di prodotto, ma non ha stimolato la loro capacità di proporsi con strategie autonome al di fuori del gruppo di appartenenza.

Lo sviluppo dell'industria italiana del risparmio gestito dipende dalla capacità degli intermediari di raggiungere, anche attraverso operazioni di concentrazione, dimensioni aziendali adeguate per sostenere l'innovazione e migliorare la qualità dei prodotti. L'adozione di coerenti strategie di crescita può consentire agli operatori maggiori di svolgere un ruolo importante anche nel mercato continentale.

Negli ultimi anni, anche a seguito di operazioni di aggregazione, i gruppi bancari Intesa Sanpaolo, UniCredit e il gruppo assicurativo Generali hanno raggiunto una quota di mercato italiano in termini di patrimoni complessivamente gestiti di circa il 57 per cento (60,3 per cento considerando anche l'operazione di aggregazione tra Uni-

Credit e Capitalia), nonché un volume complessivo degli asset in gestione paragonabile a quello dei principali concorrenti europei. Rispetto a questi ultimi, tuttavia, l'offerta appare ancora molto orientata alle reti distributive del gruppo e risulta meno sviluppata la proiezione internazionale.

Gli intermediari di minore dimensione, spesso non appartenenti a gruppi, detenevano alla fine del 2006 una quota di mercato di circa il 6 per cento; essi fanno registrare sostenuti ritmi di crescita, sia grazie all'elevata specializzazione e qualità dei prodotti offerti, che consente loro l'accesso a numerose reti di vendita di terzi, sia attraverso la realizzazione di alcune operazioni di aggregazione.

La fascia intermedia del mercato, rappresentativa di circa il 37 per cento degli asset in gestione, risulta composta da società, prevalentemente di matrice bancaria, che si caratterizzano per dimensioni mediamente più contenute rispetto agli intermediari esteri e per l'offerta di una gamma di prodotti poco specializzati.

Le società di intermediazione mobiliare (SIM). – Alla fine del 2006 risultavano iscritte all'albo 106 SIM a fronte delle 108 rilevate nel 2005. Il settore continua a essere caratterizzato da un elevato turnover: nel corso dell'anno sono state istituite 8 nuove società (di cui 3 di proprietà estera); hanno cessato l'attività 10 intermediari, di cui 3 per processi di riorganizzazione dei gruppi bancari di appartenenza e 7 a seguito di liquidazione per cessazione di attività.

Società finanziarie ex art. 107 del Testo unico bancario. – La crescita del numero delle società finanziarie è stata determinata prevalentemente dall'aumento delle società veicolo per la cartolarizzazione (45 nuove iscrizioni nel 2006 contro 35 nel 2005); esse rappresentano oltre la metà di questi intermediari. È aumentato anche il numero dei nuovi operatori nel comparto del credito al consumo e dell'emissione e gestione di carte di credito. Le cancellazioni dall'elenco speciale delle società finanziarie continuano a essere determinate dai processi di razionalizzazione dei gruppi bancari.

Con riferimento al comparto del leasing, alla fine del 2006 la quota di mercato delle società finanziarie era del 70,2 per cento contro il 29,8 delle banche; le società finanziarie non appartenenti a gruppi bancari detenevano peraltro una quota ridotta (6,7 per cento). Nel factoring, la quota di mercato delle società finanziarie si ragguagliava all'81,0 per cento; in tale ambito, il 19,0 per cento era riconducibile a società non appartenenti a gruppi bancari.

Nel settore del credito al consumo cresce moderatamente la quota di mercato facente capo alle finanziarie (dal 42,4 al 45,0 per cento); le banche rimangono gli operatori principali del comparto, con una quota pari al 55,0 per cento; scende il peso degli intermediari indipendenti (dal 21,4 al 14,8 per cento).

Il numero delle finanziarie specializzate nei servizi di incasso e pagamento nell'ambito delle operazioni di cartolarizzazione rimane ridotto; tali società gestiscono circa un quinto del totale delle operazioni di cartolarizzazione in essere. Per la maggioranza delle operazioni che riguardano crediti ceduti da banche o da società finanziarie l'attività di servicing è svolta dagli stessi intermediari cedenti.

Resta significativa la presenza di soggetti esteri che alla fine del 2006 controllavano, direttamente o indirettamente, 42 società finanziarie iscritte nell'elenco speciale. Il segmento più rilevante è quello del credito al consumo, ove la quota di mercato degli operatori esteri si mantiene al 19,0 per cento (di cui il 14,1 per cento riferibile a gruppi bancari esteri).

REDDITIVITÀ, PATRIMONIO E RISCHI

I gruppi bancari

L'analisi della performance del sistema bancario che si presenta nel seguito è relativa alla redditività, all'adeguatezza patrimoniale e ai profili di rischio dei gruppi bancari italiani. Essa include i risultati degli intermediari non bancari e delle controllate estere (bancarie e finanziare) inclusi nel perimetro di consolidamento, la cui rilevanza è cresciuta significativamente negli ultimi anni. Tale analisi, che si basa sulle segnalazioni consolidate, consente di valutare, in una prospettiva di vigilanza, la solidità finanziaria dei gruppi bancari. Per un'analisi dei conti economici individuali delle banche insediate in Italia, che consente di valutare la redditività dell'industria bancaria nazionale, cfr. il capitolo 14: *Gli intermediari creditizi.*

I rilevanti progressi compiuti dalle banche italiane negli ultimi anni hanno portato a un significativo miglioramento della loro posizione nei confronti degli intermediari dei principali paesi europei. In termini di efficienza operativa, il divario che separava i gruppi italiani da quelli esteri è stato pressochè colmato. Rimangono progressi da compiere nella qualità del credito e nel grado di patrimonializzazione. La qualità del credito risente di fattori di natura strutturale, come l'elevata quota di prestiti alle piccole e medie imprese, generalmente più rischiose, e prassi commerciali che, nel confronto con gli altri principali paesi, possono determinare allungamenti dei tempi di pagamento delle imprese. Al più basso livello di patrimonializzazione si contrappone la migliore qualità delle risorse patrimoniali a presidio dei rischi richiesta dalla normativa.

Le valutazioni espresse nell'ambito dell'attività di controllo, sulla base dei dati relativi all'esercizio 2005 e delle informazioni disponibili per il primo semestre del 2006, segnalano un miglioramento delle situazioni aziendali, caratterizzate da profili patrimoniali e reddituali positivi. Relativamente all'esposizione ai rischi, i giudizi formulati denotano situazioni non problematiche con riferimento a quelli di credito e finanziari; a ciò ha contribuito anche l'affinamento dei sistemi di gestione di tali rischi, favorito dalla prospettiva del recepimento della nuova regolamentazione prudenziale (Basilea II).

Le banche italiane sono in larga parte impegnate nel ridisegno dei processi creditizi, finalizzato – negli intermediari di maggiore dimensione – a migliorare la selezione, la gestione e il pricing dei rischi creditizi e, specie negli operatori di minore dimensione, a prevenire fenomeni di selezione avversa della clientela. Meno avanzate, invece, sono risultate le iniziative di affinamento dei sistemi di individuazione, valutazione e gestione dei rischi operativi e reputazionali.

La redditività. – Come nel 2005, la redditività dei gruppi bancari italiani, rappresentativi del 90 per cento circa dell'attivo totale del sistema (gruppi e banche non appartenenti a gruppi), ha registrato progressi; vi hanno contribuito ulteriori guadagni di efficienza e la robusta domanda di credito. Gli utili di pertinenza delle capogruppo, pari a 17,2 miliardi, sono cresciuti del 23,0 per cento rispetto al 2005; il rendimento del capitale e delle riserve è aumentato di circa un punto percentuale, al 13,8 per cento. Per i cinque principali gruppi il ROE è aumentato al 15,6 per cento (tav. 15.4).

Il margine d'intermediazione è aumentato dell'8,8 per cento. La crescita del margine di interesse è stata guidata dalla dinamica dei volumi; quella degli altri ricavi ha beneficiato dei profitti della negoziazione e valutazione al fair value delle attività finan-

ziarie. Il rapporto tra gli altri ricavi e il margine d'intermediazione, indice del grado di diversificazione dei ricavi, è leggermente diminuito, al 47,4 per cento.

Tavola 15.4

Conto economico consolidato dei gruppi bancari italiani (1)
(valori in milioni di euro; tassi di crescita e indicatori in percentuale)

	Totale gruppi			Maggiori gruppi (2)		
	2005	2006	Variazione	2005	2006	Variazione
Margine di interesse (a)	40.900	45.006	10,0	24.985	27.242	9,0
Altri ricavi (b)	37.768	40.607	7,5	23.699	25.354	7,0
di cui: *commissioni*	*28.173*	*28.307*	*0,5*	*18.293*	*18.133*	*-0,9*
Margine di intermediazione (c=a+b)	78.668	85.613	8,8	48.684	52.595	8,0
Costi (d)	48.998	51.255	4,6	29.855	31.276	4,8
di cui: *spese per il personale*	*28.289*	*29.925*	*5,8*	*17.360*	*18.532*	*6,7*
Risultato di gestione (e=c-d)	29.670	34.358	15,8	18.829	21.320	13,2
Accantonamenti e rettifiche di valore (f)	9.096	9.967	9,6	5.022	5.916	17,8
di cui: *per deterioramento di crediti*	*6.715*	*7.039*	*4,8*	*3.830*	*4.007*	*4,6*
Risultato operativo netto (g=e-f)	20.574	24.390	18,5	13.807	15.404	11,6
Proventi straordinari (h)	1.915	2.596	35,6	1.316	1.665	26,5
Utile lordo (i=g+h)	22.488	26.986	20,0	15.123	17.069	12,9
Imposte (l)	7.438	8.714	17,2	4.382	4.962	13,2
Utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte (m)	194	310	59,8	67	204	203,8
Utile di pertinenza di terzi (n)	1.251	1.374	9,8	739	864	16,9
Utile di pertinenza della capogruppo (o=i-l+m-n)	13.993	17.208	23,0	10.069	11.446	13,7
Indicatori						
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione	48,0	47,4		48,7	48,2	
Cost-income ratio (3)	*62,3*	*59,9*		*61,3*	*59,5*	
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione	22,6	20,5		20,3	18,8	
ROE	12,7	13,8		14,6	15,6	

(1) Segnalazioni di vigilanza consolidate dei gruppi bancari. Per la definizione degli aggregati cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Primi cinque gruppi bancari per totale attivo. – (3) Il cost-income ratio è il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione.

I costi operativi sono cresciuti del 4,6 per cento; la loro incidenza sul margine d'intermediazione, misura di efficienza operativa, è migliorata di due punti percentuali, al 59,9 per cento; il risultato di gestione è cresciuto del 15,8 per cento. Alla maggiore efficienza è interamente riconducibile il miglioramento della redditività operativa registrato nell'anno.

La scomposizione del rapporto tra il risultato di gestione e i mezzi propri, migliorato dal 24,7 al 25,5 per cento, mostra che il rapporto tra il risultato di gestione e il margine d'intermediazione è aumentato di due punti; si è invece registrata una lieve riduzione sia del rapporto tra margine d'interesse e mezzi propri, che misura la redditività dell'attività tradizionale, sia di quello tra margine d'intermediazione e margine d'interesse, che misura il grado di diversificazione dei ricavi.

L'analisi del contributo alla redditività delle sole componenti italiane dei gruppi (bancarie e finanziarie) mostra che a esse sono riconducibili circa i tre quarti del risultato di gestione, in linea con la quota delle esposizioni complessive verso la clientela residente in Italia. Rispetto alle componenti estere, il contributo nazionale alla diversificazione dei ricavi è più contenuto e l'incidenza dei costi più elevata: il rapporto tra gli altri ricavi e il margine d'intermediazione è inferiore di circa tre punti a quello complessivo e il cost-income ratio è superiore di circa un punto.

Gli accantonamenti e le rettifiche di valore sono cresciuti del 9,6 per cento; sulla crescita hanno inciso poste straordinarie relative alla componente estera dei gruppi. Gli accantonamenti dovuti al deterioramento di crediti, in particolare, sono aumentati del 4,8 per cento e hanno assorbito il 20,5 per cento del risultato di gestione (22,6 per cento nel 2005).

L'incidenza del flusso degli accantonamenti e delle rettifiche sulla consistenza dei crediti appare coerente con la perdita attesa risultante dal tasso medio di ingresso in sofferenza registrato negli ultimi anni (circa l'1 per cento) e dal il tasso di perdita in caso di default previsto nella nuova metodologia di calcolo dei requisiti patrimoniali basata sui rating interni nell'approccio di base (45 per cento).

L'utile lordo è aumentato del 20 per cento. L'incidenza effettiva delle imposte è leggermente diminuita, dal 33,1 al 32,3 per cento.

Nel confronto con gli altri principali gruppi bancari europei (inglesi, tedeschi, francesi, spagnoli e olandesi) la redditività operativa dei cinque maggiori intermediari italiani è stata nel 2006 meno elevata: il ROE operativo (rapporto tra il risultato operativo netto e la somma del capitale e delle riserve) è stato, per tutti i gruppi, inferiore a quello registrato, in media, dal complesso degli intermediari (pari al 22 per cento). Peraltro, il cost-income ratio dei gruppi italiani è risultato in linea con quello medio (pari al 60 per cento).

L'adeguatezza patrimoniale. – Nel 2006 il patrimonio di vigilanza del sistema bancario italiano, compreso quello delle banche individuali non appartenenti a gruppi, è cresciuto del 9,8 per cento, attestandosi a 191,7 miliardi. All'incremento (circa 17 miliardi) hanno contribuito sia il patrimonio di base sia quello supplementare (tav. 15.5).

Tavola 15.5

Adeguatezza patrimoniale delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(dati di fine periodo in milioni di euro)

VOCI	Intero sistema		Maggiori gruppi (2)	
	2005	2006	2005	2006
Accantonamenti a patrimonio di vigilanza	6.504	11.558	3.366	6.496
Patrimonio di vigilanza	174.552	191.663	91.468	96.147
Coefficiente di patrimonializzazione (valori percentuali)	10,6	10,7	10,0	9,8
Coefficiente relativo al patrimonio di base (valori percentuali)	7,9	7,8	7,1	6,7
Eccedenze	43.962	49.670	18.841	18.374
Deficienze	14	74	–	–
Numero banche deficitarie	1	1	–	–

(1) Segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi. Sono escluse le succursali di banche estere. Per la definizione di patrimonio di vigilanza e per il calcolo del coefficiente di patrimonializzazione cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. - (2) Primi cinque gruppi bancari per totale dell'attivo.

Il patrimonio di base, di 141,7 miliardi, è cresciuto del 6,7 per cento, per effetto del maggiore autofinanziamento e, in misura minore, del ricorso al mercato. Il patrimonio supplementare è aumentato del 17,0 per cento, raggiungendo 63,6 miliardi; la variazione è interamente riconducibile all'incremento delle passività subordinate. L'ammontare degli elementi che la disciplina prevede siano dedotti dalla somma del patrimonio di base e di quello supplementare è anch'esso cresciuto, a 13,6 miliardi; l'aumento di circa 1 miliardo rispetto al 2005 è stato determinato dalle maggiori deduzioni delle partecipazioni in società di assicurazione.

A fronte di un aumento dell'8,0 per cento del complesso delle attività rischiose, il coefficiente di patrimonializzazione del sistema è cresciuto di un decimo di punto, al 10,7 per cento; le eccedenze patrimoniali lorde sono passate da 44 a 49,7 miliardi. Il coefficiente relativo al solo patrimonio di base (tier 1) è sceso di un decimo, al 7,8 per cento.

Per i cinque maggiori gruppi bancari la crescita del patrimonio non ha compensato l'incremento delle attività rischiose. I coefficienti patrimoniali si sono ridotti: quello complessivo è diminuito di due decimi di punto, al 9,8 per cento; il coefficiente relativo al patrimonio di base è sceso di quattro decimi, al 6,7 per cento. L'ammontare delle eccedenze è diminuito di 500 milioni, a 18,4 miliardi.

La crescita del 5,1 per cento del patrimonio dei principali gruppi è interamente riconducibile alla componente supplementare, aumentata del 15,4 per cento. Il patrimonio di base è rimasto invariato: il contributo fornito dal maggiore autofinanziamento è stato compensato dalla flessione dell'ammontare degli strumenti innovativi di capitale e da maggiori deduzioni connesse con l'avviamento iscritto in bilancio di alcune recenti operazioni di acquisizione. Come per il sistema nel suo complesso, è cresciuto l'ammontare degli elementi da dedurre dalla somma dei patrimoni di base e supplementare, per effetto delle maggiori deduzioni di partecipazioni in assicurazioni.

La concentrazione dei fidi. – Nel 2006 l'ammontare dei grandi rischi – le esposizioni verso un unico cliente o un gruppo connesso di clienti che, ponderate per il rischio, superano il 10 per cento del patrimonio di vigilanza – si è ridotto del 6,2 per cento, a 63 miliardi (tav. 15.6). In rapporto al patrimonio di vigilanza del sistema, il complesso dei grandi rischi è diminuito dal 38,5 al 32,9 per cento; è scesa anche la loro incidenza sul totale delle attività rischiose, dal 4,0 al 3,5 per cento.

Tavola 15.6

Concentrazione dei rischi delle banche e dei gruppi bancari italiani (1)
(dati di fine periodo in milioni di euro)

ANNI	Esposizione nominale complessiva	Ammontare dei grandi rischi (2)	Numero affidati classificati come grandi rischi	Numero banche segnalanti grandi rischi	Eccedenze rispetto alla normativa (3)		
					Ammontare delle eccedenze (4)	Grandi rischi: numero di affidati eccedenti	Numero delle banche con grandi rischi eccedenti
2005	92.487	67.163	2.073	456	497	62	38
2006	94.669	62.985	2.195	454	201	49	30

(1) Segnalazioni consolidate per i gruppi bancari e segnalazioni individuali per le banche non appartenenti a gruppi. Per la descrizione della disciplina prudenziale sui grandi rischi cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Esposizioni che, ponderate per il rischio, superano il 10 per cento del patrimonio di vigilanza. – (3) Ammontare dei grandi rischi che supera il 25 per cento del patrimonio di vigilanza. – (4) Al netto delle attività di rischio che rientrano nel *trading book*.

Il numero delle banche e dei gruppi con posizioni individuali di rischio superiori al 25 per cento del patrimonio, tra i quali non figura nessuno dei maggiori intermediari, è diminuito da 38 a 30. Le relative eccedenze, di importo medio contenuto, si sono ridotte da 500 a 200 milioni.

La qualità degli attivi bancari. – Nel 2006 la qualità complessiva delle esposizioni dei gruppi bancari è migliorata (tav. 15.7).

Tavola 15.7

Gruppi bancari: esposizioni e rettifiche di valore
(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)

VOCI	Esposizioni (1)		Quota sul totale delle esposizioni		Tasso di copertura (2)
		di cui: *quota verso residenti*			
	2006		2005	2006	2006
			Totale gruppi (3)		
Esposizioni in bilancio verso clientela	1.889.961	72,1	100,0	100,0	2,7
di cui: in bonis	1.796.103	72,0	93,8	95,0	0,5
di cui: deteriorate	93.858	74,3	6,2	5,0	46,0
crediti scaduti e/o sconfinanti da più di 180 giorni	*7.326*	*94,5*	*0,7*	*0,4*	*8,1*
crediti ristrutturati	*6.124*	*31,3*	*0,2*	*0,3*	*26,9*
incagli	*21.048*	*81,1*	*1,9*	*1,1*	*24,1*
sofferenze	*59.361*	*73,9*	*3,4*	*3,1*	*60,4*
Esposizioni in bilancio verso banche	382.618	39,1			0,1
Esposizioni fuori bilancio	657.524	42,5			0,3
di cui: *verso clientela*	*452.838*	*52,6*			*0,4*
verso banche	*204.686*	*20,3*			*0,1*

Fonte: Segnalazioni di vigilanza dei soli gruppi bancari.
(1) Le esposizioni sono al lordo delle relative rettifiche di valore. – (2) Il tasso di copertura è rappresentato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto al totale delle esposizioni. – (3) Sono compresi i gruppi italiani filiazioni di banche estere.

Le esposizioni in bilancio verso clientela si sono attestate a 1.890 miliardi, in crescita dell'11,9 per cento rispetto al 2005. La componente nei confronti della clientela residente in Italia è pari al 72,1 per cento.

L'incidenza sul totale delle esposizioni delle partite deteriorate, che comprendono i crediti scaduti o sconfinanti da oltre 180 giorni, i crediti ristrutturati, gli incagli e le sofferenze e rappresentano l'aggregato delle esposizioni in default ai sensi delle nuove disposizioni prudenziali, è scesa dal 6,2 al 5,0 per cento, grazie soprattutto alla riduzione delle posizioni incagliate o sconfinanti; l'incidenza delle sofferenze sul totale delle esposizioni è scesa leggermente, dal 3,4 al 3,1 per cento. Le partite deteriorate verso residenti in Italia rappresentano il 74,3 per cento del totale.

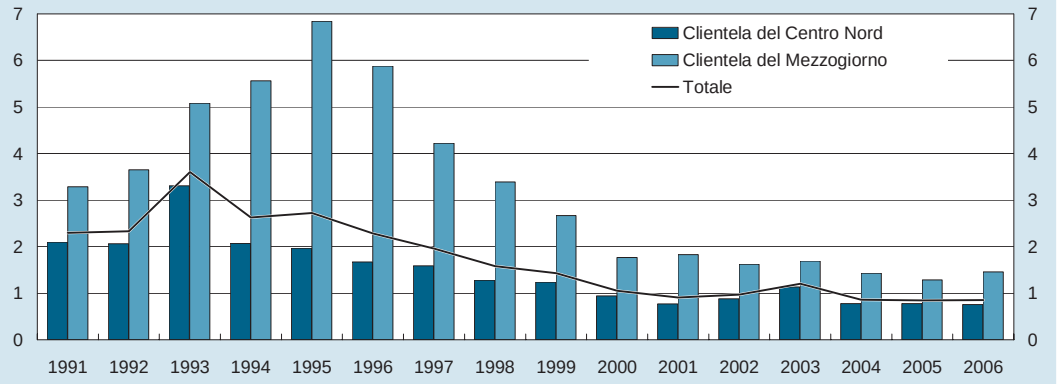
Le cartolarizzazioni e le cessioni di crediti in sofferenza effettuate dalle sole unità operanti in Italia si sono attestate a 3,4 miliardi (11,4 miliardi nel 2005). Rispetto al passato, l'importo è costituito quasi interamente da cessioni, che consentono un trasferimento definitivo del credito e la cancellazione dei crediti dal bilancio bancario secondo i criteri contabili IAS/IFRS.

Alla fine del 2006 il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate era pari al 46 per cento; per le sofferenze, in particolare, si attestava al 60,4 per cento.

Il rischio di credito. – Il tasso di ingresso in sofferenza delle imprese del comparto manifatturiero – ricavato dalle informazioni della Centrale dei rischi – si è ridotto di circa due decimi di punto, allo 0,9 per cento; quello complessivo è rimasto invariato allo 0,85 per cento, valore contenuto nel confronto con il passato (fig. 15.1).

Figura 15.1

Rapporto tra flusso di nuove sofferenze e impieghi vivi (1) (2)
(valori percentuali)



Fonte: Centrale dei rischi e segnalazioni di vigilanza.
(1) Rapporto tra il flusso annuale di sofferenze rettificate e gli impieghi vivi dell'anno precedente; gli impieghi vivi sono al netto delle sofferenze rettificate. – (2) Dati per residenza della controparte relativi alle unità operanti in Italia.

Alla fine del 2006 la probabilità media di ingresso in sofferenza entro un anno, ponderata per l'ammontare di credito utilizzato, era pari allo 0,9 per cento, in diminuzione di circa due decimi di punto rispetto a un anno prima (tav. 15.8). Il miglioramento, in atto dal 2002, ha interessato tutte le classi di imprese; è stato più elevato nel comparto industriale e, su base geografica, nel Nord Ovest.

L'analisi, che utilizza sia indicatori di bilancio delle imprese sia informazioni sulle relazioni di credito tratte dalla Centrale dei rischi, è stata condotta con riferimento agli impieghi nei confronti di oltre 480.000 società non finanziarie presenti nella Centrale dei rischi nel biennio 2005-06, rappresentative del 90 per cento del totale del credito bancario a imprese non finanziarie.

Per le imprese del campione il rapporto medio ponderato fra patrimonio e debito è aumentato dal 34 al 35 per cento. Con riferimento agli indicatori di Centrale dei rischi, la percentuale di utilizzo da parte delle imprese delle linee di credito in conto corrente si è ridotta dal 59 al 55 per cento, mentre è rimasta stabile al 66 per cento quella relativa al complesso delle linee di credito. Si sono ridotte sia la quota delle imprese sconfinanti almeno una volta nell'anno (dal 45 al 44 per cento) sia la loro percentuale di sconfinamento sull'importo accordato (dal 18 al 16 per cento).

Tra i comparti produttivi, il settore delle costruzioni resta sensibilmente più rischioso (1,2 per cento); tra le aree geografiche, la rischiosità del Sud (1,7) e delle Isole (2,0) resta circa doppia rispetto a quella media nazionale; tra le classi dimensionali, le imprese piccole e medie (fatturato da 0 a 1 milione e da 1 a 5 milioni) presentano ancora tassi di rischiosità (rispettivamente, 1,6 e 1,3) superiori a quello medio, sebbene abbiano registrato miglioramenti superiori a quelli delle classi più grandi.

Nel comparto immobiliare le banche sono esposte per oltre un terzo degli impieghi complessivi. Il tasso di ingresso in sofferenza relativo alle famiglie consumatrici continua a collocarsi su valori contenuti. Pur risentendone in misura non trascurabile, gli utili e il patrimonio, sono di entità tale da assorbire gli effetti di un calo pronunciato del prezzo degli immobili.

In presenza di una riduzione del valore reale degli immobili del 20 per cento, in linea con quella osservata tra il 1992 e il 1999, le perdite connesse con la diminuzione del valore delle garanzie ipotecarie assorbirebbero il 4 per cento circa del totale del patrimonio di vigilanza. Se alle perdite potenziali derivanti dal minore valore delle garanzie si aggiungessero quelle connesse con un incremento della probabilità di insolvenza delle imprese del comparto edile (a valori prossimi all'8 per cento, il massimo

registrato alla metà degli anni novanta), la loro incidenza complessiva sul patrimonio salirebbe al 6 per cento circa. In questo esercizio non si è tenuto conto di possibili effetti indiretti sugli intermediari dovuti alla riduzione della ricchezza delle famiglie provocata dal calo del valore degli immobili.

Tavola 15.8

Probabilità di insolvenza a un anno di un campione di imprese (1)
(valori percentuali)

CLASSIFICAZIONI	Probabilità di insolvenza nel 2007	Variazione rispetto all'anno precedente	Contributo alla variazione (2)
	Per comparto di attività economica		
Industria	0,9	-0,2	40,6
Costruzioni	1,2	-0,2	15,9
Servizi	1,0	-0,2	27,2
Commercio	0,8	-0,1	16,9
	Per area geografica di insediamento		
Nord Ovest	0,7	-0,2	46,4
Nord Est	0,6	-0,1	14,5
Centro	1,2	-0,2	24,5
Sud	1,7	-0,3	12,7
Isole	2,0	-0,3	6,1
	Per classi di fatturato		
Maggiore di 5 miliardi	0,1	0,0	-0,2
Tra 500 milioni e 5 miliardi	0,3	-0,2	5,4
Tra 50 e 500 milioni	0,5	-0,1	7,7
Tra 5 e 50 milioni	0,8	-0,2	24,0
Tra 1 e 5 milioni	1,3	-0,3	15,4
Minore di 1 milione	1,6	-0,3	13,1
Fatturato non segnalato (3)	1,0	-0,2	41,1
	Totale		
	0,9	-0,2	100,0

Fonte: Centrale dei rischi.
(1) Dati relativi a un campione aperto di imprese non finanziarie censite in Centrale dei rischi nel 2005 o nel 2006, con copertura di oltre il 90 per cento del credito concesso alle imprese non finanziarie italiane. Cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Ottenuto ponderando la variazione della probabilità di insolvenza per il credito erogato. – (3) Imprese il cui fatturato non è segnalato in Centrale dei bilanci.

Il rischio paese e la concentrazione geografica. – Alla fine dello scorso anno l'esposizione del sistema bancario italiano verso i paesi in via di sviluppo e i centri offshore, definiti secondo i criteri della Banca dei regolamenti internazionali, era di 135 miliardi, il 47,9 per cento in più rispetto all'anno precedente. Il forte aumento è attribuibile principalmente all'inserimento della componente HVB del gruppo UniCredit; al netto di tale effetto, l'incremento sarebbe stato del 7 per cento circa.

L'esposizione rappresenta una percentuale contenuta dell'attivo delle banche, pari al 4,8 per cento. La quota di mercato delle banche italiane sul complesso dei finanziamenti ai paesi in via di sviluppo rimane anch'essa contenuta, inferiore al 4 per cento, al di sotto di quelle dei principali paesi industrializzati e di altri paesi membri della UE.

È proseguita a ritmo intenso anche nel 2006 l'espansione del credito verso i paesi dell'Europa centro orientale; nei loro confronti la quota di mercato delle nostre banche

è del 10 per cento circa. Si è accresciuta anche la rilevanza dei crediti ai paesi del Medio Oriente e dell'Asia.

Nei paesi dell'Europa centro orientale l'espansione del credito ha riguardato soprattutto le famiglie nel comparto dei mutui; si è accompagnata a una crescita elevata del prezzo degli immobili e si è realizzata per la gran parte a tassi indicizzati all'euro o in valuta estera. Questa evoluzione, che espone le famiglie al rischio di cambio, è all'attenzione delle Autorità di vigilanza di quei paesi.

Alla fine del 2006 le esposizioni soggette a rettifica erano pari a circa 14 miliardi. Le rettifiche patrimoniali minime sono scese ancora rispetto agli anni precedenti, ragguagliandosi a 430 milioni (lo 0,2 per cento circa del patrimonio di vigilanza). Questo modesto importo riflette sia i progressi in termini di stabilità finanziaria dei paesi emergenti sia la riallocazione dei crediti delle banche italiane verso paesi meno rischiosi. La disciplina prudenziale sul rischio paese (che imponeva livelli minimi di rettifica delle esposizioni non garantite verso paesi non appartenenti all'OCSE) non è più in vigore dall'inizio del 2007, con l'avvio della nuova normativa di Basilea II.

I rischi di mercato. – Alla fine del 2006 i requisiti patrimoniali a fronte dei rischi di mercato sul portafoglio di negoziazione rappresentavano il 4,4 per cento del patrimonio di vigilanza complessivo del sistema, in calo di circa un punto rispetto all'anno precedente. La riduzione ha riguardato tutte le tipologie di rischio, in particolare quelli relativi ai titoli di debito connessi sia con l'andamento generale del mercato sia con la solvibilità dei singoli emittenti. Al netto dei prestiti subordinati emessi a copertura dei rischi di mercato, l'incidenza sul patrimonio si è attestata al 3,1 per cento (3,7 a fine 2005). Nel caso dei cinque maggiori gruppi la relativamente maggiore riduzione dei prestiti subordinati ha determinato requisiti netti sostanzialmente invariati.

Al fine di valutare il rischio di tasso di interesse sulle attività e passività detenute nel solo portafoglio bancario, si è utilizzata la procedura semplificata prevista dalle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale, che ipotizza uno spostamento parallelo della curva dei tassi (in aumento e in diminuzione) pari a 200 punti base e una misura di sensitività di un titolo rappresentativo emesso alla pari con un rendimento del 5 per cento.

A seguito di un aumento dei tassi d'interesse, i gruppi bancari registrerebbero in media una perdita potenziale pari al 4,9 per cento del patrimonio di vigilanza, di poco superiore a quella che si sarebbe registrata alla fine del 2005. La variabilità delle perdite tra i gruppi risulta piuttosto ampia; nel 5 per cento dei casi le perdite supererebbero il 20 per cento del patrimonio, soglia di attenzione indicata dalle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale.

Rischi emergenti. – Nelle sedi della cooperazione internazionale in materia bancaria e finanziaria è molto forte l'attenzione per alcuni sviluppi di mercato che hanno portato all'affermarsi di operatori e di strumenti con profili di rischio di complessa valutazione. Gli hedge fund influenzano positivamente il funzionamento dei mercati finanziari apportando liquidità, facilitando il processo di *price discovery*, consentendo una più efficace diversificazione dei rischi. La loro operatività può tuttavia determinare rischi per la stabilità finanziaria. Oltre all'attività degli hedge fund, a fini di stabilità finanziaria rilevano anche l'incremento sostenuto delle operazioni di leveraged buy-out e l'intenso ricorso agli strumenti di trasferimento del rischio di credito, come i credit default swap.

L'esposizione diretta delle banche italiane verso gli hedge fund (i finanziamenti ai fondi e le relative quote detenute in portafoglio) risulta contenuta; alla fine del 2006 essa si collocava per i dieci maggiori gruppi intorno al 2 per cento del patrimonio di vigilanza e intorno al 3 per cento di quello relativo al solo patrimonio di base. I rischi appaiono contenuti anche in considerazione del fatto che i finanziamenti sono assistiti da garanzie e che le quote detenute in portafoglio si riferiscono soprattutto a fondi di fondi hedge, generalmente caratterizzati da un profilo di rischiosità più basso rispetto a quello degli hedge fund puri (single manager). L'esposizione nel comparto del private equity è più elevata.

L'effetto dell'operare degli hedge fund sugli intermediari tradizionali è legato, oltre che all'esposizione diretta, al ruolo di market maker che i primi svolgono in alcuni mercati, anche a causa dell'elevato numero e del volume delle transazioni loro riconducibili. In questi casi i problemi di illiquidità o solvibilità che possono colpire un hedge fund rischiano di estendersi al mercato nel suo complesso e, quindi, agli intermediari tradizionali che vi operano. In particolare, la rilevanza delle posizioni assunte dagli hedge fund su mercati poco liquidi (come quelli in cui vengono negoziati titoli di credito cosiddetti strutturati) rende evidente il manifestarsi di un rischio di liquidità del mercato (market liquidity risk*) anche per le istituzioni finanziarie che non si rendono loro dirette controparti.*

*In tema di rischio di liquidità del mercato, una rassegna compiuta dalle Autorità di vigilanza internazionali mostra come i principali operatori dell'industria finanziaria concordino sul fatto che i prodotti innovativi e complessi e le operazioni di finanza strutturata presentano le maggiori vulnerabilità, per l'alto grado di concentrazione dei relativi mercati e per la difficoltà di misurare l'esposizione effettiva in condizioni di elevata volatilità. In presenza di scarsa liquidità sui mercati, si rivelano particolarmente importanti la gestione degli strumenti di attenuazione del rischio e il presidio delle garanzie (*collateral management*).*

Alla fine del 2006 il valore nozionale dei contratti derivati su crediti nel portafoglio delle banche italiane era pari al 9,7 per cento delle attività di rischio tradizionali (impieghi e titoli); esso è cresciuto del 13,4 per cento rispetto al 2005. Le banche utilizzano i contratti derivati su crediti prevalentemente a fini di negoziazione, anziché a fini di effettiva copertura del rischio nel proprio portafoglio bancario. Nel corso degli ultimi anni l'ammontare nozionale dei contratti di acquisto di protezione è risultato sostanzialmente analogo a quello relativo alle vendite. Alla fine del 2006, a fronte di un valore nozionale delle vendite pari a 67 miliardi, quello relativo agli acquisiti di protezione è risultato di 76 miliardi.

Gli intermediari non bancari

Le società di gestione del risparmio. – Nel 2006 l'utile netto totale delle SGR si è attestato a 785 milioni, in crescita del 12,1 per cento rispetto al 2005 (tav. 15.9). Il numero complessivo delle SGR in perdita è risultato sostanzialmente invariato rispetto al 2005 (49 intermediari); di esse 27 sono rappresentate da società istituite negli ultimi due anni, specializzate soprattutto nei settori dei fondi chiusi e speculativi.

La redditività complessiva delle SGR è il risultato di andamenti differenti dei diversi comparti di attività. Le SGR di fondi aperti tradizionali, alle quali è riconducibile il 90 per cento circa degli aggregati di conto economico, operano in un mercato maturo, caratterizzato da una sostanziale stabilità dei costi operativi e da una dinamica

degli utili in rallentamento; esse fanno registrare una ricomposizione delle commissioni attive a favore di quelle derivanti dalle gestioni individuali che offrono tuttavia margini unitari assai contenuti (per una analisi delle commissioni unitarie applicate ai fondi comuni armonizzati cfr. il capitolo 13: *I mercati finanziari e gli investitori istituzionali*).

Tavola 15.9

SGR: dati di conto economico
(consistenze in milioni di euro; valori e variazioni percentuali)

VOCI	2005		2006		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	Valori assoluti	Valori percentuali (1)	
Commissioni attive	6.590	325,4	6.979	316,1	5,9
Commissioni passive	4.565	225,4	4.771	216,1	4,5
Margine lordo della gestione caratteristica	**2.025**	**100,0**	**2.208**	**100,0**	**9,0**
Spese amministrative (-)	1.092	53,9	1.168	52,9	7,0
di cui: *per il personale* (-)	*460*	*22,7*	*482*	*21,8*	*4,8*
Altri oneri di gestione (-)	31	1,5	39	1,8	25,8
Totale costi operativi (2)	**1.193**	**58,9**	**1.240**	**56,2**	**3,9**
Altri proventi di gestione	123	6,1	104	4,7	-15,4
Risultato della gestione caratteristica	**955**	**47,2**	**1.072**	**48,6**	**12,3**
Risultato della gestione finanziaria	171	8,4	192	8,7	12,3
Risultato delle attività ordinarie	**1.126**	**55,6**	**1.264**	**57,2**	**12,3**
Imposte	424	20,9	473	21,4	11,6
Utile netto (perdita) di esercizio	**700**	**34,6**	**785**	**35,6**	**12,1**

(1) In percentuale del margine lordo della gestione caratteristica. – (2) Comprende le rettifiche di valore su immobilizzazioni materiali e immateriali.

Per le SGR di fondi innovativi si registra una più accentuata dinamica dei ricavi, cui fa riscontro una crescita sostenuta dei costi necessari per l'adeguamento delle strutture organizzative, anche in considerazione del fatto che la maggior parte di tali società ha avviato l'attività negli ultimi quattro anni.

Nel comparto dei fondi speculativi, l'elevata crescita dei patrimoni in gestione si è riflessa in un aumento prossimo al 30 per cento delle commissioni attive. Nonostante un aumento delle spese amministrative più accentuato rispetto alla media del sistema (8,9 per cento), l'utile netto è cresciuto del 48,3 per cento rispetto all'anno precedente.

Nel settore dei fondi chiusi mobiliari l'utile netto ha fatto registrare una crescita del 14,6 per cento superiore alla media del sistema. Nonostante la dinamica non particolarmente sostenuta delle spese amministrative totali (8,9 per cento), il margine di intermediazione, in crescita del 6,0 per cento, ha risentito del pagamento da parte di alcune SGR delle commissioni passive di consulenza associate al lancio di nuovi prodotti.

Nel settore dei fondi immobiliari le spese amministrative hanno fatto registrare un'espansione più elevata della media del sistema (23,5 per cento); le commissioni attive hanno beneficiato dell'aumento del patrimonio gestito, facendo registrare una crescita del 40 per cento circa che si è riflessa positivamente sulla dinamica dell'utile netto (32,2 per cento).

Alla fine del 2006 il patrimonio di vigilanza delle SGR ammontava a 1.540 milioni (1.390 milioni l'anno precedente). La copertura patrimoniale richiesta era pari a circa 361 milioni, a fronte di 327 milioni nel 2005.

Le valutazioni attribuite alle SGR nell'ambito dell'attività di controllo svolta nel 2006 mostrano una sostanziale stabilità rispetto all'anno precedente; un miglioramento si registra nel profilo della redditività. Permane marginale la quota di mercato delle SGR (0,2 per cento dei patrimoni gestiti) cui è stato attribuito un giudizio negativo.

Le società di intermediazione mobiliare. – Nel 2006 il risultato di gestione delle società di intermediazione mobiliare è cresciuto del 13,6 per cento (tav. 15.10). Il modesto incremento è riconducibile alla debole crescita dei proventi totali da servizi di investimento (5,3 per cento) per effetto della contrazione dei ricavi della negoziazione in conto terzi (5,5 per cento). Su tale comparto di attività ha inciso l'accresciuta pressione concorrenziale da parte degli intermediari di maggiori dimensioni e dei concorrenti esteri, che ha determinato una rilevante compressione dei margini di rendimento; anche i volumi negoziati, se si eccettuano alcuni operatori in fase di significativa espansione, hanno nel complesso fatto registrare una crescita contenuta (intorno al 3 per cento).

Tavola 15.10

SIM: dati di conto economico (1)
(consistenze in milioni di euro; valori e variazioni percentuali)

VOCI	2005		2006		Variazioni percentuali
	Valori assoluti	Valori percentuali (7)	Valori assoluti	Valori percentuali (7)	
Proventi da negoziazione in conto proprio (2)	58	8,3	63	8,6	8,6
di cui: *interessi e dividendi*	*166*	*23,8*	*186*	*25,3*	*12,0*
Proventi da intermediazione per conto terzi (3)	329	47,2	311	42,4	-5,5
Proventi da gestione individuale di portafogli	118	16,9	138	18,8	16,9
Proventi da attività di offerta fuori sede	122	17,5	141	19,2	15,6
Proventi da altre attività (4)	58	8,3	66	9,0	13,8
Proventi della gestione titoli (5)	12	1,7	15	2,0	25,0
Totale proventi	**697**	**100,0**	**734**	**100,0**	**5,3**
Costi operativi (-)	461	66,1	466	63,5	1,1
Risultato della gestione	**236**	**33,9**	**268**	**36,5**	**13,6**
Altri proventi/oneri (6)	39	5,6	21	2,9	-46,2
Risultato lordo	**275**	**39,5**	**289**	**39,4**	**5,1**
Imposte (-)	67	9,6	94	12,8	40,3
Risultato netto	**208**	**29,8**	**195**	**26,6**	**-6,3**

(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 che non sono autorizzate all'attività di negoziazione in conto proprio. – (6) Comprende gli accontonamenti e le componenti straordinarie. – (7) In percentuale del totale proventi.

Alla fine del 2006 il patrimonio di vigilanza delle SIM ammontava a complessivi 674 milioni, a fronte dei 685 rilevati nell'anno precedente. L'incremento del patrimonio di qualità primaria è stato più che compensato dall'aumento, da 48 a 140 milioni, delle componenti da dedurre dal patrimonio di vigilanza.

Il totale dei requisiti patrimoniali richiesti alle SIM ammontava a circa 139 milioni (144 milioni nel 2005). Il capitale minimo richiesto per l'esercizio dell'attività costituisce il principale requisito patrimoniale delle SIM: per 60 società esso risultava più elevato sia del coefficiente "altri rischi" sia dei requisiti richiesti a fronte dei rischi di credito e di mercato.

Anche per le SIM le valutazioni formulate nell'ambito dell'attività di controllo sono sostanzialmente stabili; si è ridotta l'incidenza degli intermediari con giudizi negativi, ai quali era riconducibile il 4,8 per cento dei ricavi lordi del comparto (16,7 nel 2005).

Società finanziarie ex art. 107 del Testo unico bancario. – Nel 2006 le società finanziarie hanno realizzato un risultato economico in forte miglioramento, con un utile netto di 1,3 miliardi, in crescita del 37,2 per cento rispetto al 2005. Hanno contribuito positivamente al risultato netto le commissioni su servizi e il margine di interesse, fattori che hanno più che bilanciato il lieve incremento delle rettifiche di valore per rischi di credito e dei costi operativi. Il risultato netto si è accresciuto, in particolare, nel credito al consumo (38 per cento circa), settore in cui si osserva una perdurante espansione dei volumi di nuovi finanziamenti. Nel leasing e nel factoring l'utile è aumentato in misura più contenuta (rispettivamente 7,3 e 20,5 per cento).

La crescita degli impieghi nel 2006 è stata realizzata anche grazie a scelte differenziate nella tipologia di canali distributivi utilizzati. Complessivamente oltre la metà dei nuovi finanziamenti dell'anno è stata erogata per mezzo di proprie dipendenze. Quanto alle altre tipologie di canali, gli esercizi commerciali sono risultati preponderanti nel credito al consumo (per il cosiddetto credito finalizzato all'acquisto di beni di consumo); gli sportelli bancari sono stati utilizzati per lo più dalle società di leasing oltre che da quelle di factoring; delle reti di agenti e mediatori si sono avvalsi intermediari attivi nelle operazioni di cessione del quinto dello stipendio e società di leasing.

Il margine d'interesse, pari a 3,6 miliardi, si è elevato rispetto al 2005 del 5,2 per cento, in relazione al maggiore incremento degli interessi attivi rispetto a quello dei costi della provvista. Il contributo dell'area servizi (53,9 per cento) ha comportato un incremento del margine di intermediazione del 16,4 per cento.

Nell'anno si è osservata una complessiva riduzione delle commissioni passive per intermediazione di terzi (5,6 per cento), in particolare per le società di leasing e di credito al consumo diverso da cessione del quinto. Dal lato dei ricavi si sono accresciute le commissioni connesse a finanziamenti di credito al consumo (24,3 per cento) e utilizzi di carte di credito presso gli esercizi commerciali convenzionati (7,2 per cento).

Alla fine del 2006 il patrimonio di vigilanza delle società finanziarie era pari a 12,9 miliardi, in crescita del 23,5 per cento rispetto al 2005 grazie per lo più alla sottoscrizione da parte degli azionisti di aumenti di capitale.

Il rapporto tra patrimonio di vigilanza (al netto delle forme di sostegno fornite in operazioni di cartolarizzazione) e attivo ponderato per il rischio di credito per le società esercenti attività di leasing, factoring e credito al consumo era pari, alla fine del 2006, al 7,7 per cento, in flessione di 0,4 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Nel leasing e nel credito al consumo il rapporto è pari, rispettivamente, a 5,9 e 5,4 per cento; nel factoring l'indice è pari al 9,7 per cento. Tra i servicer in operazioni di cartolarizzazione non si registrano casi di dotazione patrimoniale inadeguata rispetto ai crediti da essi gestiti.

La qualità del credito erogato dalle società finanziarie pone in evidenza elementi di miglioramento in relazione alla diminuzione delle posizioni classificate in sofferenza, controbilanciate da un lieve incremento dei crediti aventi ritardi nei pagamenti superiori a 120 giorni (tav. 15.11). Nel leasing i nuovi crediti scaduti hanno inciso per il 4,1 per cento dei nuovi finanziamenti (3,7 per cento nel 2005); nel factoring – settore per il quale sono rilevanti i crediti scaduti collegati a tardivi adempimenti delle controparti pubbliche – l'indice è stato pari al 4,2 per cento (3,8 per cento nel 2005). Nel credito al consumo si è osservata una crescita delle nuove partite in sofferenza in rapporto alle nuove erogazioni dell'anno (dall'1,6 all'1,9 per cento).

Tavola 15.11

Società finanziarie: qualità del credito
(milioni di euro e valori percentuali)

ANNI	Sofferenze		Crediti scaduti (1)		Impieghi		Nuove sofferenze (3)	Nuovi crediti scaduti (3)	Nuove sofferenze/ Impieghi vivi (4)	Nuovi crediti scaduti / Impieghi (5)
	Lorde	Nette (2)	Lordi	Netti (2)	Lordi	Netti (2)				
2004	3.937	1.777	7.174	6.806	111.547	110.500	2.716	6.083	2,5	6,1
2005	3.997	1.456	7.176	6.736	121.669	121.128	1.618	6.236	1,5	6,2
2006	3.813	1.216	8.114	7.630	137.752	134.350	1.568	7.306	1,4	6,6

(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) Flussi annuali al lordo delle svalutazioni. – (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. – (5) Flusso annuale di nuovi crediti scaduti rapportato agli impieghi alla fine dell'anno precedente; gli impieghi sono al netto delle sofferenze e dei crediti scaduti.

Il grado di concentrazione del portafoglio crediti degli intermediari è aumentato: nell'anno si sono accresciuti il numero totale e l'ammontare dei grandi rischi segnalati dalle società (tav. 15.12), in relazione a uno sviluppo dei volumi di finanziamenti, specie in fasce di importo medio-alte, non sempre accompagnato da rafforzamento della dotazione patrimoniale. Le posizioni superiori al limite del 60 per cento del patrimonio (grandi rischi), anch'esse in aumento rispetto al 2005, risultano comunque, nella maggior parte dei casi, in via di superamento o legate alle peculiari caratteristiche operative degli intermediari. In particolare, il 70 per cento circa delle eccedenze e del fabbisogno patrimoniale complessivi sono ascrivibili a un unico intermediario.

Tavola 15.12

Società finanziarie: concentrazione dei rischi
(milioni di euro)

ANNI	Ammontare grandi rischi	Numero grandi rischi	Ammontare eccedenze	Numero posizioni eccedenti	Numero società con posizioni eccedenti
2004	6.258	496	225	26	21
2005	7.908	445	260	10	8
2006	10.275	555	1.108	20	12

Nell'ottica del progressivo allineamento della disciplina delle finanziarie a quella definita per le banche, il limite individuale di concentrazione è stato ridotto, a partire dal gennaio 2007, dal 60 al 40 per cento del patrimonio di vigilanza.

16. L'AZIONE DI VIGILANZA

La crescente integrazione dei sistemi bancari, la formazione di intermediari cross-border di rilievo sistemico, l'emergere di nuovi rischi per la stabilità finanziaria richiedono maggiore cooperazione tra le autorità per preservare la stabilità, garantire condizioni di parità competitiva, favorire il contenimento degli oneri per gli intermediari.

Completata la nuova regolamentazione prudenziale delle banche e delle imprese di investimento, in Europa si sta rafforzando la cooperazione tra le Autorità di vigilanza sui gruppi cross-border, al fine di identificare soluzioni operative comuni nei procedimenti di convalida dei modelli interni e nell'applicazione del processo di controllo prudenziale (secondo pilastro di Basilea II). Si tende inoltre a rafforzare i dispositivi di governo delle situazioni di crisi con possibili effetti sistemici. Anche per effetto dell'azione del Financial Stability Forum, è maggiore l'attenzione per l'operatività di intermediari e lo sviluppo di strumenti finanziari caratterizzati da profili di rischiosità complessi.

Le principali modifiche della normativa bancaria e finanziaria nel nostro paese attengono alla nuova disciplina prudenziale delle banche e delle imprese di investimento (Basilea II), al coordinamento dei testi unici bancario (TUB) e della finanza (TUF) con la legge sulla tutela del risparmio, alle misure di iniziativa governativa sui rapporti tra intermediari e clientela. In prospettiva assume rilievo il recepimento della direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 (MiFID - Markets in Financial Instruments Directive). Nel complesso tali misure mirano a migliorare la capacità di gestione e controllo dei rischi dei soggetti vigilati, rafforzare la governance degli intermediari e degli emittenti, accrescere la tutela dei risparmiatori e degli utenti dei servizi bancari, elevare il grado di trasparenza nel mercato.

Nel nuovo contesto prudenziale l'attività di vigilanza tende a superare controlli strutturali e vincoli operativi per concentrare l'attenzione sull'idoneità degli assetti organizzativi, sulla gestione e sul controllo dei rischi, sulla determinazione del capitale adeguato a fronteggiare le perdite, sul contemperare l'autonomia degli intermediari con gli obiettivi prudenziali.

Nella prospettiva di ridurre gli oneri per i soggetti vigilati e accrescere la competitività del sistema, la Banca d'Italia ha avviato un processo di revisione delle disposizioni di vigilanza al fine di semplificare e razionalizzare l'attività di regolamentazione e supervisione e ampliare le modalità operative degli intermediari. Coerentemente, per accrescere l'efficacia e l'efficienza dell'azione, l'attività di vigilanza si orienta verso uno schema unitario per banche e intermediari finanziari, privilegiando un'impostazione di tipo consolidato; si rafforza l'utilizzo integrato degli strumenti di controllo, segnatamente delle verifiche a distanza e di quelle in loco. In applicazione del principio di proporzionalità, la frequenza, l'intensità e i contenuti delle verifiche potranno essere differenziati in relazione alla rischiosità, alla complessità e alla dimensione degli in-

termediari. Si preserva, in ogni caso, l'univocità di principi, metodi di analisi e criteri valutativi.

IL QUADRO NORMATIVO

Il contesto internazionale

La cooperazione internazionale. – Il Financial Stability Forum nelle riunioni di settembre 2006 e marzo 2007 ha posto l'attenzione su alcuni fattori di rischio per la stabilità finanziaria globale: l'operatività degli hedge fund, la rapida crescita delle attività di leveraged buy-out finanziate dai fondi di private equity, l'efficacia degli strumenti di trasferimento del rischio di credito soprattutto in condizioni di stress. Il Forum ha altresì considerato le recenti difficoltà emerse nel mercato americano dei mutui ipotecari verso clientela ad alto rischio (*subprime*) (cfr. il capitolo 1: *Le economie e le politiche economiche dei principali paesi e aree*).

In considerazione della forte espansione dell'attività degli hedge fund, il Forum, su richiesta dei Ministri e dei Governatori del G7, ha aggiornato il documento pubblicato nel 2000 nel quale si fornivano raccomandazioni agli enti creditizi e finanziari per rafforzare le procedure di gestione del rischio nei confronti di istituzioni con elevata leva finanziaria. Le nuove raccomandazioni invitano le Autorità di vigilanza: a operare affinché le principali banche (*core intermediaries*) continuino a rafforzare i sistemi di gestione dei rischi di controparte; a cooperare con tali intermediari per migliorarne la capacità di fronteggiare una potenziale erosione della liquidità di mercato; a valutare lo sviluppo di dati più sistematici sull'esposizione aggregata dei principali intermediari nei confronti degli hedge fund sarebbe un complemento efficace alle misure di vigilanza già esistenti. Le controparti degli hedge fund e gli investitori dovrebbero agire in modo da rafforzare la disciplina del mercato, in particolare ottenendo tempestive e accurate valutazioni sui valori di portafoglio e sul profilo dei rischi. L'industria globale degli hedge fund dovrebbe riesaminare e rafforzare le proprie prassi operative in linea con le aspettative di un loro miglioramento espresse dalle autorità e dal settore privato.

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha approvato, lo scorso ottobre, la nuova versione dei *Core Principles for Effective Banking Supervision* (cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2005). I principi sono stati adeguati agli sviluppi nell'attività bancaria e finanziaria e alle migliori prassi della supervisione.

Nell'ambito dei lavori relativi a Basilea II, il Comitato, dopo aver esaminato i risultati del quinto studio d'impatto quantitativo, ha confermato la calibrazione dei requisiti patrimoniali definita nel documento reso noto nel 2004 e ha intensificato i lavori per favorire l'efficace attuazione delle nuove regole, soprattutto con riferimento agli intermediari con rilevante attività cross-border.

La cooperazione in ambito europeo per la stabilità finanziaria. – In ambito europeo sono proseguiti i lavori per il potenziamento del quadro di riferimento per la stabilità finanziaria e la gestione delle crisi.

Nell'aprile del 2006 si è svolto presso la Banca centrale europea, sotto l'egida del Comitato economico e finanziario della UE, un esercizio di simulazione di una crisi finanziaria internazionale con l'obiettivo di verificare l'efficacia delle procedure contenute nell'apposito Memorandum of Understanding sulla cooperazione tra le Banche centrali, le Autorità di vigilanza e i Ministeri delle finanze entrato in vigore nel luglio del 2005. Sulla base dei risultati dell'esercizio, il Consiglio Ecofin ha invitato a rafforzare la cooperazione tra le autorità interessate e assicurare la coerenza tra i meccanismi a presidio della stabilità finanziaria e gli sviluppi avvenuti nei mercati. Il Consiglio ha anche riaffermato l'importanza delle iniziative in corso da parte della Commissione europea per il rafforzamento del quadro europeo per la stabilità finanziaria e invitato il Comitato economico e finanziario a sviluppare procedure e, ove appropriato, principi generali per la risoluzione di crisi finanziarie cross-border.

Il Comitato per la vigilanza bancaria del Sistema europeo delle banche centrali (Banking Supervision Committee – BSC) e il Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) hanno congiuntamente formulato raccomandazioni finalizzate a rafforzare i meccanismi della cooperazione e dello scambio di informazioni in caso di crisi di natura sistemica con potenziali implicazioni cross-border, che interessino intermediari, mercati finanziari e infrastrutture.

La Commissione europea sta proseguendo gli approfondimenti sulle attività di normazione e di vigilanza prudenziale in Europa, in attuazione di quanto annunciato nel Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari per il periodo 2005-2010.

Lo scorso gennaio il gruppo per l'esame del funzionamento della procedura Lamfalussy (Inter-institutional Monitoring Group – IIMG) – composto da esperti designati dalla Commissione, dal Parlamento e dal Consiglio – ha pubblicato per la consultazione un rapporto in cui si propone, tra l'altro, di condurre approfondimenti sul funzionamento dei comitati di terzo livello e sull'attività di trasposizione delle norme comunitarie (cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Procedura Lamfalussy). Sotto il primo aspetto, il rapporto considera necessari maggiori progressi nella realizzazione di un metodo di vigilanza più omogeneo tra le autorità; sotto il secondo profilo, viene posto l'accento sulla rilevanza della pubblicità dei provvedimenti di recepimento nazionale delle norme comunitarie al fine di incentivare gli Stati membri a una coerente trasposizione di queste ultime e agevolare il confronto da parte del mercato delle norme nazionali. I risultati della consultazione forniranno elementi per l'elaborazione del rapporto finale che sarà presentato nell'autunno del 2007 nel contesto della revisione complessiva della procedura Lamfalussy.

Il BSC ha inoltre effettuato due approfondimenti sul coinvolgimento delle grandi banche europee nel mercato del private equity attraverso operazioni di leveraged buy-out e sugli effetti dei nuovi standard contabili sulla stabilità finanziaria.

L'indagine sul private equity, condotta su un campione di 30 banche europee e 11 succursali di banche internazionali insediate sulla piazza di Londra, mostra che – sebbene nel complesso l'esposizione delle banche non sia di entità tale da creare rischi sistemici – sussistono aspetti di vulnerabilità. Tra di essi, rilevano la crescente leva finanziaria e la complessità dei meccanismi di trasferimento del rischio di credito che richiedono alle banche di valutare attentamente i rischi di controparte e di mantenere adeguati processi di valutazione delle posizioni connesse con tali operazioni.

Il rapporto sulla valutazione degli standard contabili riconosce gli aspetti positivi degli IAS/IFRS ma individua anche alcune aree di preoccupazione. Sono richiamati l'accresciuta comparabilità e trasparenza dei bilanci e la disponibilità di segnali di early warning sulle esposizioni e sui rischi. Al

contempo sono segnalate, tra l'altro, la necessità di metodologie robuste per il calcolo del fair value e l'opportunità di prevedere un regime di accantonamenti che rifletta in modo adeguato le perdite attese relative a un dato portafoglio di crediti.

La normativa dell'Unione europea. – Nel 2006 si è concluso il processo di trasposizione in ambito comunitario della nuova regolamentazione prudenziale (Basilea II) con l'adozione delle direttive CE 14 giugno 2006, n. 48 e n. 49 relative rispettivamente all'accesso e all'attività degli enti creditizi e all'adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento. In tali testi sono confluite, con modificazioni, le direttive 20 marzo 2000, n. 12 e 15 marzo 1993, n. 6, relative alle medesime materie, entrambe abrogate.

Nel settore dell'intermediazione mobiliare sono stati adottati nel corso dell'anno due provvedimenti relativi all'attuazione della direttiva MiFID: la direttiva CE 10 agosto 2006, n. 73, che disciplina l'organizzazione e le regole di comportamento degli intermediari; il regolamento CE 10 agosto 2006, n. 1287, relativo a taluni obblighi procedurali e informativi per gli intermediari che eseguono ordini per conto della clientela e alla trasparenza dei mercati. È stata altresì emanata la direttiva CE 19 marzo 2007, n. 16 di attuazione della direttiva CEE 20 dicembre 1985, n. 611, in materia di Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), relativa agli attivi in cui possono essere investiti i patrimoni dei fondi comuni rientranti nel campo di applicazione della direttiva.

Nella prospettiva di migliorare la qualità e l'attendibilità dell'informazione finanziaria è stata approvata la direttiva CE 17 maggio 2006, n. 43 che detta una disciplina armonizzata della revisione legale dei conti annuali e consolidati delle società; disposizioni specifiche interessano le società quotate, le banche e gli altri intermediari.

La direttiva CE 2006/43 disciplina l'attività di revisione contabile, i criteri per il suo esercizio e le forme di controllo pubblico sulla stessa, anche al fine di elevarne gli standard di professionalità, onorabilità e indipendenza. Per società quotate, banche e intermediari è tra l'altro previsto l'obbligo, salvo deroghe, di istituire un apposito comitato per il controllo interno e la revisione contabile. Il termine di attuazione di tale direttiva negli Stati membri è il 29 giugno 2008.

Assume, inoltre, rilievo ai fini prudenziali la proposta di direttiva presentata dalla Commissione nel settembre del 2006 sulla valutazione dell'acquisizione di partecipazioni rilevanti nel settore finanziario, la cui adozione formale è prevista per l'estate del 2007. L'obiettivo della disciplina è quello di stabilire regole chiare e uniformi per la valutazione dei progetti di acquisizione nei settori bancario, mobiliare e assicurativo.

L'aspetto più rilevante della proposta, che modifica le principali direttive settoriali, riguarda l'applicazione del principio dell'armonizzazione massima, che esclude la possibilità per gli Stati membri di imporre regole più stringenti. In particolare, l'emananda disciplina indica tassativamente, oltre alla procedura, ai termini del procedimento e alle soglie per la notifica alle autorità, i criteri di valutazione della qualità e della solidità finanziaria dell'acquirente.

Nell'aprile del 2007 il Parlamento europeo ha approvato la proposta di direttiva in materia di servizi di pagamento al dettaglio (Payment Services Directive – PSD). La direttiva, che si collega alla realizzazione di un'area unica per i pagamenti in euro (Single euro payments area – SEPA), mira a garantire una cornice giuridica unitaria per i servizi di pagamento retail in ambito comunitario, al fine di accrescere i livelli di trasparenza e di concorrenza per una più efficace tutela degli utenti finali. A tal fine la

direttiva consente anche a soggetti non finanziari (imprese commerciali o industriali quali, ad esempio, società telefoniche e della grande distribuzione) di offrire, in qualità di Payment Institution (PI) e in concorrenza con banche e Istituti di moneta elettronica (Imel) e intermediari finanziari, servizi di pagamento all'interno dell'Unione europea beneficiando del passaporto europeo.

Le PI potranno: svolgere tutte le tipologie di servizi di pagamento previste dalla direttiva (ad esempio trasmissione di fondi, esecuzione di bonifici, emissione di carte di credito e di debito); detenere, esclusivamente ai fini dell'esecuzione di transazioni di pagamento, disponibilità liquide della clientela e, utilizzando fondi diversi da quelli detenuti per conto della clientela, concedere prestiti connessi con la prestazione di servizi di pagamento, di durata non superiore ai 12 mesi. La direttiva prevede un regime di vigilanza prudenziale proporzionato alla complessità e rischiosità dell'attività svolta e basato su un capitale minimo iniziale, su misure di tipo organizzativo e su requisiti di adeguatezza patrimoniale.

Il Libro bianco in materia di fondi comuni di investimento, adottato nel novembre del 2006 dalla Commissione europea seguendo le linee tracciate nel Libro verde del 2005, individua le azioni necessarie per rafforzare il mercato interno nel settore della gestione collettiva del risparmio e stimolare la razionalizzazione e il recupero di margini di efficienza dell'industria.

Per il settore dei fondi comuni destinati al pubblico indistinto, è prevista la revisione di alcuni aspetti della direttiva CEE 1985/611 in materia di OICVM, con l'obiettivo di: i) agevolare la crescita dimensionale dei fondi comuni in Europa; ii) riconoscere alle società di gestione nuove opportunità operative su base transfrontaliera (ad esempio prevedendo la possibilità di istituire e gestire fondi comuni in Stati membri diversi dal proprio paese di origine). In merito ai fondi comuni non disciplinati dalla direttiva OICVM, la Commissione europea si è impegnata a condurre approfondimenti sui costi e i benefici connessi con l'eventuale armonizzazione delle discipline nazionali di talune tipologie di fondi comuni del settore retail (ad esempio fondi immobiliari) e sull'esigenza di eliminare gli ostacoli sull'offerta transfrontaliera solo per investitori qualificati dei fondi comuni alternativi (ad esempio i fondi di private equity e gli hedge fund).

L'attività dei Comitati di vigilanza. – L'azione del CEBS è stata volta a conseguire la convergenza delle prassi di vigilanza e a favorire l'applicazione coerente del nuovo regime di adeguatezza patrimoniale da parte degli Stati membri. Il Comitato è impegnato anche nell'attuazione delle raccomandazioni formulate dal Comitato per i servizi finanziari della UE (Financial Services Committee – FSC), che riguardano tra l'altro l'introduzione di procedure di conciliazione delle controversie tra autorità (*mediation*) e la previsione di meccanismi per la delega di compiti (*delegation*).

Nel marzo del 2007 è stato pubblicato per la consultazione il documento riguardante l'introduzione di meccanismi di soluzione non giudiziale delle controversie tra autorità, con riferimento all'applicazione della direttiva sull'adeguatezza patrimoniale e delle linee guida emesse dal CEBS. Le procedure previste, che si ispirano a quelle già introdotte nel settore mobiliare, sono di tipo conciliativo e hanno carattere volontario. Le decisioni finali non sono giuridicamente vincolanti.

Nel 2006 elevato impulso è stato dato alle attività volte a favorire la cooperazione tra le autorità impegnate nella vigilanza sui gruppi cross-border. Al fine di ridurre gli oneri derivanti dall'applicazione delle regole sull'adeguatezza patrimoniale alle componenti dei gruppi presenti nei diversi paesi sono stati avviati i lavori di confronto e scambio di esperienze tra i supervisori dei paesi europei, che stanno organizzando la propria attività attraverso appositi collegi nei quali si realizza la cooperazione tra autorità nazionali di vigilanza. Al gruppo del CEBS impegnato in tale attività (Subgroup on Operational Networks – SON) partecipano rappresentanti delle autorità competenti per la vigilanza consolidata

(home) e di quelle responsabili del controllo delle principali filiazioni insediate in altri paesi della UE (host) di un campione di dieci principali gruppi europei, tra i quali UniCredit.

L'attività del gruppo mira a identificare problemi e soluzioni comuni approfondendo le modalità concrete di cooperazione tra autorità, aspetti connessi con la convalida dei sistemi avanzati di misurazione dei rischi e con l'applicazione del processo di controllo prudenziale (secondo pilastro). Con riferimento al primo aspetto, il gruppo di lavoro ha condotto una prima ricognizione sul funzionamento dei collegi dei supervisori e, più in generale, sulla cooperazione tra Autorità di vigilanza home e host. L'analisi effettuata ha mostrato che alcuni collegi operano da diversi anni, in quanto istituiti in occasione della costituzione dei gruppi cross-border; gli altri sono stati formati più di recente, in relazione alle esigenze di un maggiore coordinamento tra autorità derivanti dall'attuazione della nuova disciplina sul capitale. È emersa inoltre un'ampia varietà di impostazioni, con riferimento, ad esempio, alla composizione dei collegi, alle modalità dello scambio di informazioni, alla frequenza degli incontri. Le differenze sono in parte riconducibili alle diverse strutture organizzative e operative dei gruppi bancari vigilati e ai metodi di vigilanza seguiti dalle varie autorità; lo scambio di esperienze dovrebbe gradualmente fare emergere una maggiore omogeneità delle prassi di vigilanza.

Il SON ha inoltre avviato riflessioni su alcune delle principali tematiche connesse con la convalida dei modelli avanzati previsti da Basilea II, ponendo a confronto i criteri adottati dalle singole Autorità di vigilanza. Tra i temi trattati rilevano l'allocazione dei compiti tra autorità home e autorità host nell'ambito dei collegi; la stima e la convalida dei parametri di rischio per i portafogli caratterizzati da un contenuto numero di default, la stima del tasso di perdita in condizioni di recessione economica.

Il Comitato è stato anche impegnato nella predisposizione di pareri alla Commissione. In materia di fondi propri sono state condotte due indagini. La prima è stata volta a verificare sia le modalità di attuazione delle norme sulla definizione di patrimonio di vigilanza sia le prassi seguite dagli operatori nell'emissione di strumenti di capitale innovativi; a fronte di uno sviluppo molto intenso di tali strumenti negli ultimi anni, sono emerse divergenze nel loro trattamento prudenziale. La seconda ricognizione ha riguardato gli strumenti ibridi di capitale; i risultati hanno confermato che, pur in presenza di una sostanziale omogeneità nelle caratteristiche economiche degli strumenti, permangono divergenze nel loro trattamento regolamentare, con particolare riguardo al limite di computabilità nel patrimonio.

In materia di grandi fidi gli approfondimenti del CEBS hanno riguardato: l'analisi della regolamentazione nazionale e delle prassi di vigilanza; le metodologie utilizzate dalle banche per la gestione e il controllo dei grandi fidi; l'analisi degli strumenti di attenuazione del rischio. I risultati degli approfondimenti mostrano un soddisfacente grado di omogeneità tra paesi, pur in presenza in taluni casi di diverse modalità di esercizio delle discrezionalità nazionali previste dalla legislazione europea.

Presso il Committee of European Securities Regulators (CESR) sono in corso approfondimenti in merito alla possibilità per gli OICVM di investire in derivati su indici di hedge fund. A tal fine, nel febbraio scorso, il CESR ha pubblicato per la consultazione un documento che delinea le caratteristiche che tali indici devono soddisfare in termini di diversificazione della loro composizione, di rappresentatività del settore di riferimento, di trasparenza e affidabilità.

La cooperazione bilaterale. – Nel 2006 e nei primi mesi del 2007 si è intensificata l'attività di cooperazione bilaterale tra la Banca d'Italia e le Autorità di vigilanza di altri paesi, anche alla luce del crescente grado di internazionalizzazione del sistema bancario italiano.

Sono stati siglati Memorandum of Understanding con le Autorità di Polonia e Serbia, paesi in cui le banche italiane detengono una quota di mercato pari a circa il 20 per cento. Si sono inoltre tenuti incontri, tra gli altri, con i rappresentanti delle Auto-

rità di vigilanza di Germania, Austria, Polonia, Francia e Paesi Bassi volti a rafforzare la cooperazione e lo scambio di informazioni.

La normativa nazionale

Attuazione della legge sulla tutela del risparmio. – In attuazione della delega contenuta nell'art. 43 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 (legge sulla tutela del risparmio; cfr. il capitolo della sezione E: *Il quadro normativo* nella Relazione sull'anno 2005), il decreto legislativo 29 dicembre 2006, n. 303, ha realizzato il coordinamento con la stessa del TUB e del TUF. Le disposizioni del decreto hanno consentito di razionalizzare il quadro normativo e risolvere alcuni profili critici, interpretativi e applicativi, posti dalla legge 262/2005.

Alcune misure incidono sulle competenze delle Autorità rafforzandone il criterio di riparto per finalità, secondo il quale sono attribuiti alla Banca d'Italia la cura della stabilità del sistema e i controlli sulla sana e prudente gestione degli intermediari; alla Consob i controlli sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti a tutela degli investitori; all'Autorità garante della concorrenza e del mercato le competenze in materia di antitrust.

Il decreto, superando la previsione della legge sulla tutela del risparmio relativa all'adozione di un "atto unico", dispone che la Banca d'Italia e l'Autorità antitrust rilascino, entro il medesimo termine di sessanta giorni, distinti provvedimenti autorizzativi delle acquisizioni bancarie, ciascuna per i profili di propria competenza. Esso prevede inoltre che l'Autorità antitrust possa autorizzare, su richiesta della Banca d'Italia, intese per esigenze di funzionalità del sistema dei pagamenti e concentrazioni restrittive della concorrenza per ragioni di stabilità delle banche. Lo scorso 2 aprile è stato stipulato un protocollo di intesa tra le due Autorità a fini di coordinamento e di collaborazione, anche mediante scambio di informazioni.

Vengono espressamente esclusi dall'applicazione della disciplina di trasparenza prevista dal TUB e dai relativi controlli della Banca d'Italia la sottoscrizione e il collocamento di prodotti finanziari, anche se emessi da banche, nonché le operazioni e i servizi, anche bancari, che siano "componenti" di prodotti finanziari; tali fattispecie sono ora soggette alla disciplina di trasparenza del TUF e ai relativi controlli della Consob.

Anche il sistema di controllo sulle emissioni di valori mobiliari, di cui all'art. 129 del TUB, viene profondamente rivisto in un'ottica di semplificazione, liberalizzazione e maggiore coerenza con le finalità dell'azione della vigilanza, eliminando ogni ipotesi autorizzativa e preservando le esigenze di tipo informativo della Banca d'Italia con l'attribuzione a essa della facoltà di richiedere segnalazioni periodiche, dati e informazioni a carattere consuntivo.

Viene prevista la possibilità per il Presidente del CICR (Comitato interministeriale per il credito e il risparmio) di invitare alle riunioni del Comitato, a fini consultivi, i Presidenti di altre Autorità per trattare argomenti connessi a profili di stabilità complessiva, trasparenza ed efficienza del sistema finanziario.

Altre significative misure introdotte dal decreto di coordinamento, anche per le ricadute sulla governance delle banche quotate, attengono alla disciplina degli emittenti contenuta nel TUF e sono volte a rafforzare l'efficacia dei controlli e a elevare il grado di tutela delle minoranze nelle società quotate.

Assumono rilievo, al riguardo: l'abolizione del voto a scrutinio segreto per l'elezione delle cariche sociali; il rafforzamento della presenza di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione; l'attribuzione alla Consob di poteri regolamentari in materia di elezione con voto di lista degli esponenti aziendali; l'eliminazione del requisito dell'iscrizione nel libro dei soci da almeno 6 mesi per il committente, al fine di agevolare la sollecitazione delle deleghe di voto.

Il decreto ritorna, infine, sulla materia dei conflitti di interesse nel settore bancario, già oggetto di intervento da parte della legge sulla tutela del risparmio, con modifiche migliorative del quadro normativo.

Il decreto restituisce maggiore flessibilità alla disciplina delle operazioni con parti correlate (art. 53 del TUB) e accresce al contempo l'efficacia della regolamentazione attraverso un più ampio rinvio alle fonti normative secondarie, in linea con l'impostazione delegificante del TUB, e l'attribuzione alla Banca d'Italia del potere di adottare provvedimenti specifici ove rilevi in concreto situazioni di conflitto di interessi. Quanto alla disciplina delle obbligazioni degli esponenti bancari (art. 136 del TUB), il decreto risolve alcune questioni applicative derivanti dall'ampliamento delle fattispecie rilevanti operato dalla legge 262/2005 escludendo dall'ambito di applicazione della norma alcune ipotesi (obbligazioni contratte tra società appartenenti al medesimo gruppo bancario e per operazioni sul mercato interbancario).

Con l'adozione del decreto legislativo 28 marzo 2007, n. 51, è stata data attuazione alla delega contenuta nella legge sulla tutela del risparmio per il recepimento della direttiva CE 4 novembre 2003, n. 71, relativa ai prospetti di offerta o di quotazione. La nuova disciplina, contenuta nel TUF, prevede, tra l'altro, l'attribuzione del passaporto europeo ai prospetti informativi che rispettano le condizioni minime armonizzate e che sono approvati dalle autorità competenti di uno Stato membro.

Recepimento della direttiva MiFID. – È in corso l'adeguamento della disciplina nazionale alla direttiva MiFID. Le nuove disposizioni, che troveranno applicazione dal 1° novembre 2007, mirano a promuovere l'integrazione dei mercati finanziari europei, estendendo il proprio ambito applicativo a nuovi servizi e strumenti finanziari e favorendo la concorrenza tra i diversi ambiti in cui vengono negoziati i titoli (mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione, internalizzazione sistematica degli ordini).

La MiFID ha incluso la consulenza tra i servizi di investimento riservati a banche e imprese di investimento. Pertanto, mentre fino a oggi il servizio poteva essere prestato incidentalmente nell'ambito della prestazione di altri servizi di investimento (ad esempio, collocamento, gestione, negoziazione, esecuzione ordini), con le nuove regole la consulenza andrà dichiarata come tale al cliente e potrà essere remunerata separatamente.

Tale circostanza richiederà agli intermediari di distinguere la consulenza vera e propria (da prestare nel rispetto di tutte le disposizioni tipiche dei servizi di investimento) dalla fornitura al cliente di raccomandazioni generiche (attività che non configura servizio di investimento), ovvero dalla comunicazione di specifiche informazioni (per illusrare, ad esempio, i prodotti offerti).

La definizione di obblighi informativi e di regole di comportamento dell'intermediario, calibrati in ragione della natura del servizio prestato (consulenza e gestione di portafogli individuali da un lato, negoziazione e raccolta ordini dall'altro), della complessità degli strumenti finanziari e della categoria di appartenenza del cliente (clientela al dettaglio, clienti professionali, controparti qualificate), delinea una normativa flessi-

bile, aumenta la trasparenza nei rapporti con gli investitori e promuove una maggiore consapevolezza delle scelte di investimento.

La tutela della clientela, per quanto attiene alla gestione dei conflitti di interesse e al principio della best execution degli ordini, è affidata principalmente alla ricerca di idonee soluzioni organizzative da parte dell'intermediario, valorizzandone l'autonomia imprenditoriale.

Ai fini del recepimento della direttiva MiFID, il Ministero dell'Economia e delle finanze, nel marzo scorso, ha sottoposto a consultazione una bozza di decreto legislativo che reca una serie di modifiche alla disciplina degli intermediari e dei mercati contenuta nel TUF.

Per quanto attiene ai profili di vigilanza, il documento conferma il modello di ripartizione dei compiti di supervisione per finalità. Al fine di ridurre gli oneri per gli intermediari e razionalizzare la normativa secondaria, viene prevista la definizione di un protocollo di intesa tra la Banca d'Italia e la Consob e prospettata una competenza regolamentare congiunta delle due Autorità per la definizione dei requisiti organizzativi degli intermediari.

La nuova disciplina prudenziale (Basilea II). – Con il recepimento della nuova disciplina prudenziale si definisce un sistema organico di regolamentazione e supervisione incentrato sull'effettivo grado di esposizione al rischio degli intermediari e sulla capacità degli stessi di sviluppare idonee tecniche di gestione e controllo dei rischi nonché di adottare soluzioni organizzative coerenti con le caratteristiche e le strategie aziendali. Il recepimento ha richiesto l'adozione di una serie di atti normativi entro il termine, previsto dalle disposizioni comunitarie, del 31 dicembre 2006.

Modifiche ai testi unici bancario e della finanza sono state apportate dal decreto legge 27 dicembre 2006, n. 297, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 febbraio 2007, n. 15.

Tra le principali novità vi è l'estensione del potere di vigilanza regolamentare, individuale e consolidato, della Banca d'Italia ai nuovi ambiti prudenziali. In particolare, la Banca d'Italia detta disposizioni riguardanti l'utilizzo da parte degli intermediari delle valutazioni del rischio di credito elaborate dalle agenzie di rating, a tal fine riconosciute idonee dalle Autorità di vigilanza, e dei sistemi interni di misurazione dei rischi per la determinazione dei requisiti patrimoniali, previa autorizzazione dell'Autorità di vigilanza competente (la Banca d'Italia ovvero l'Autorità estera nel caso di banche italiane sottoposte alla vigilanza consolidata di un altro Stato membro). Poteri regolamentari sono altresì previsti per l'informativa al pubblico da parte degli intermediari.

Anche gli strumenti correttivi per il perseguimento delle finalità prudenziali risultano ampliati in conformità con quanto previsto a livello comunitario: la Banca d'Italia può adottare provvedimenti specifici nei confronti di singole banche, riguardanti anche la restrizione delle attività o della struttura territoriale, nonché il divieto di effettuare determinate operazioni, anche di natura societaria, e di distribuire utili o altri elementi del patrimonio.

La nozione di gruppo bancario viene allineata a quella comunitaria: la presenza di una banca in un gruppo, al cui vertice vi sia una società finanziaria, diviene elemento sufficiente per l'applicazione della vigilanza consolidata, sempre che nel gruppo abbia rilevanza determinante la componente finanziaria. Nel TUF viene introdotta la previsione di una vigilanza consolidata sul gruppo di imprese di investimento analoga a quella bancaria.

Vengono rafforzati gli obblighi di collaborazione delle Autorità di vigilanza degli Stati comunitari, già stabiliti dal TUB per l'esercizio della vigilanza nei confronti di

gruppi cross-border e previsti obblighi di informazione, in caso di situazioni potenzialmente lesive della stabilità del sistema finanziario, al Ministero dell'Economia e delle finanze e alle competenti autorità monetarie degli altri Stati.

I poteri regolamentari e di intervento relativi agli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del TUB vengono allineati a quelli previsti per le banche nella prospettiva di realizzare l'equivalenza tra i relativi sistemi di vigilanza, posta dalle norme comunitarie come condizione per l'equiparazione del trattamento prudenziale.

Al decreto legge 297/2006 hanno fatto seguito, il 27 dicembre del 2006, il provvedimento assunto, su proposta della Banca d'Italia, in via d'urgenza, dal Ministro dell'Economia e delle finanze, Presidente del CICR, e le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia.

Il provvedimento del Ministro individua i criteri generali della nuova disciplina prudenziale, demanda alla Banca d'Italia l'emanazione delle disposizioni attuative e di carattere tecnico, esercita alcune facoltà rimesse dalle norme comunitarie alla discrezionalità degli Stati membri.

Riguardo a queste ultime il decreto ministeriale, in particolare, prevede: i) l'attenuazione delle regole prudenziali a livello individuale per le banche che appartengono a gruppi che rispettano i requisiti su base consolidata; ii) il riconoscimento a fini prudenziali di "sistemi di protezione istituzionale", basati su accordi contrattuali mediante i quali le banche aderenti si proteggono reciprocamente dal rischio di default; iii) la possibilità di sottoporre gli intermediari finanziari di cui all'art. 107 del TUB a un regime di vigilanza equivalente a quello delle banche per poterne equiparare anche il trattamento prudenziale; iv) l'introduzione di soglie dimensionali o di specializzazione operativa delle banche per l'accesso a metodologie di calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio operativo diverse da quella "base". Il decreto rimette inoltre alla Banca d'Italia il compito di definire le caratteristiche delle partecipazioni assunte da una holding finanziaria ai fini della individuazione della capogruppo e della definizione del perimetro del gruppo bancario in modo da evitare sovrapposizioni con la vigilanza di altri settori (ad esempio assicurazioni, conglomerati finanziari).

Le "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" (circolare della Banca d'Italia 27 dicembre 2006, n. 263) contengono il nuovo quadro organico delle disposizioni prudenziali. Esse sono state predisposte a seguito di un'approfondita fase di consultazione pubblica, dei cui esiti si è tenuto conto anche al fine di contenere gli oneri per i destinatari della disciplina.

In considerazione della facoltà degli intermediari, prevista a livello comunitario, di continuare ad applicare per il 2007 il regime prudenziale precedente, le relative disposizioni contenute nella circolare della Banca d'Italia 21 aprile 1999, n. 229, restano in vigore sino alla fine del 2007; fa eccezione la nuova disciplina del patrimonio di vigilanza, che trova immediata applicazione.

Tra le principali novità della disciplina del patrimonio di vigilanza si sottolinea l'aumento del limite di computabilità degli strumenti innovativi di capitale dal 15 al 20 per cento del patrimonio di base; sulla base delle maggiori opportunità offerte dalla riforma del diritto societario, tali strumenti possono essere ora emessi direttamente dalle banche italiane, senza necessità di ricorso a un veicolo di diritto estero.

I nuovi requisiti patrimoniali (primo pilastro) fronteggiano i rischi tipici dell'attività bancaria e finanziaria: di credito, di controparte, di mercato e operativi. Sono previste metodologie alternative di calcolo caratterizzate da livelli crescenti di complessità nella gestione e nella misurazione dei rischi, nonché da requisiti più stringenti in termini organizzativi e di controllo. Le nuove regole rafforzano il legame tra profili patrimoniali e organizzativi e assegnano agli organi di governo societario un ruolo fondamentale nella gestione e nel controllo dei rischi.

Nel caso di gruppi bancari con filiazioni in più Stati membri, per l'autorizzazione all'utilizzo dei sistemi interni relativi a tutte le metodologie avanzate è prevista una decisione congiunta da parte delle Autorità di vigilanza interessate; in caso di mancato accordo, la decisione assunta dall'Autorità di vigilanza competente a livello consolidato è vincolante per tutto il gruppo.

Il requisito patrimoniale complessivo è la somma dei requisiti relativi alle singole tipologie di rischio. A condizione che il requisito complessivo sia rispettato a livello consolidato, le banche appartenenti a gruppi bancari possono beneficiare di una riduzione del 25 per cento del requisito patrimoniale complessivo, applicabile su base individuale.

Per quanto riguarda il secondo pilastro, in attuazione del principio di proporzionalità, gli intermediari sono distinti in tre classi che identificano, in linea generale, operatori di diversa dimensione e complessità operativa. Le disposizioni individuano le fasi del processo interno di valutazione dell'adeguatezza patrimoniale da parte delle banche, la periodicità, i principali rischi da sottoporre a valutazione, fornendo per alcuni di essi indicazioni su metodologie semplificate di calcolo. All'Autorità di vigilanza spetta il compito di riesaminare il processo di autovalutazione, verificarne la coerenza dei risultati, formulare un giudizio complessivo sulla banca e attivare, ove necessario, le opportune misure correttive.

Per gli obblighi di informativa al pubblico (terzo pilastro) sono stati previsti appositi quadri sinottici in cui sono classificate le informazioni di carattere quantitativo e qualitativo che gli intermediari devono pubblicare. La disciplina individua le modalità e la frequenza della pubblicazione, le relative deroghe, nonché i controlli da effettuare sulle informazioni da rendere al pubblico.

Le innovazioni riguardanti la disciplina sulla concentrazione dei rischi, fermi restando i limiti fissati dalla normativa sui grandi fidi, attengono soprattutto alla quantificazione delle posizioni di rischio – da effettuare per tutte le banche secondo la metodologia standardizzata per il rischio di credito – e alle modalità di riconoscimento delle tecniche di mitigazione del rischio.

Per le imprese di investimento (SIM), le direttive comunitarie prevedono, nell'ottica di assicurare parità di trattamento tra intermediari che svolgono medesime attività, la stessa disciplina prudenziale applicabile alle banche, con talune deroghe. Nel gennaio del 2007 è stato sottoposto a consultazione un documento contenente alcuni aspetti specifici del trattamento prudenziale delle SIM a integrazione delle indicazioni già fornite in via generale con i documenti di consultazione del 2006 relativi alle banche, alle SIM e agli altri intermediari finanziari; la Banca d'Italia intende avvalersi della possibilità prevista dalla direttiva CE 2006/48 di adottare un regime prudenziale differenziato per le SIM. In particolare, sono stabiliti differenti requisiti patrimoniali in relazione alla natura e complessità delle attività svolte e quindi ai rischi a cui le SIM risultano essere esposte.

Nell'aprile scorso la Banca d'Italia ha sottoposto a consultazione una bozza di istruzioni di vigilanza prudenziale per gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 del TUB. Anche per tali intermediari le nuove istruzioni mirano a realizzare un regime di vigilanza basato su tre pilastri, equivalente a quello previsto per le banche e modulato in funzione delle caratteristiche operative degli intermediari finanziari.

Le relazioni intermediari-clientela. – Anche il settore bancario è stato interessato dalle misure per il rilancio economico e sociale promosse dal Governo (cosiddette liberalizzazioni) nella prospettiva di accrescere la concorrenza tra intermediari e assicurare una maggiore tutela della clientela.

Il decreto legge 4 luglio 2006, n. 223, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2006, n. 248, è intervenuto sulla disciplina delle variazioni unilaterali delle condizioni nei contratti bancari (*jus variandi*), riformulando l'articolo 118 del TUB e introducendo un generale diritto del cliente di recedere, senza penalità né spese di chiusura, dai contratti di durata. La nuova norma, escludendo la possibilità di comunicazioni generalizzate, stabilisce che qualsiasi variazione unilaterale sia comunicata al cliente secondo particolari modalità e con preavviso minimo di trenta giorni.

In relazione ai problemi applicativi posti dalla disposizione in commento, il Ministero dello Sviluppo economico ha fornito alcuni chiarimenti con lettera del 21 febbraio 2007 indirizzata all'ABI e al Consiglio nazionale consumatori e utenti. Il Ministero ha, tra l'altro, chiarito che: non comportano una modifica ai sensi dell'art. 118 del TUB le variazioni di tasso conseguenti all'andamento di parametri di riferimento indicati nel contratto la cui determinazione è sottratta alla volontà delle parti (ad esempio Euribor); la disposizione contenuta nel comma 4 dell'art. 118 del TUB non è da intendersi come un obbligo per l'intermediario di effettuare variazioni dei tassi in conseguenza di decisioni di politica monetaria bensì indica le modalità che l'intermediario deve seguire se decide di effettuare variazioni della struttura dei tassi in tale circostanza; il generale diritto di recesso, senza penalità e spese, è applicabile ai contratti di durata per i quali non vi sia incompatibilità, sul piano causale, con la possibilità per una delle due parti di porre liberamente fine al rapporto (ad esempio conto corrente, deposito titoli, apertura di credito, bancomat, carta di credito).

Un secondo intervento, il decreto legge 31 gennaio 2007, n. 7, convertito, con modificazioni, dalla legge 2 aprile 2007, n. 40, incide sulla disciplina delle penali di estinzione anticipata o parziale dei mutui e sulla cosiddetta portabilità di mutui, aperture di credito o altri contratti di finanziamento; è prevista, inoltre, l'automatica cancellazione dell'ipoteca iscritta a garanzia di obbligazioni derivanti da contratti di mutuo alla data di avvenuta estinzione dell'obbligazione garantita.

In particolare, viene disposta la nullità del patto con cui si conviene che il mutuatario che richiede l'estinzione anticipata o parziale di mutui per l'acquisto o la ristrutturazione di immobili sia tenuto a una determinata prestazione nei confronti del mutuante; per i contratti di mutuo stipulati prima dell'entrata in vigore del decreto, è rimessa a un accordo tra l'ABI e le associazioni dei consumatori la definizione dell'importo massimo di tali penali. L'accordo è intervenuto in data 2 maggio 2007. Quanto al diritto di surrogazione da parte del debitore, ossia alla facoltà del mutuatario di sostituire il creditore con un altro che subentra nelle garanzie del primo (cosiddetta portabilità del mutuo), viene stabilito che esso non può essere precluso dalla non esigibilità del credito o dalla previsione di un termine a favore del creditore ed è sancita la nullità di ogni patto con il quale si impedisca o si renda oneroso per il debitore l'esercizio di tale facoltà.

La compliance. – Sulla base di riflessioni condotte a livello nazionale e internazionale si è rilevata l'esigenza di rafforzare i presidi per assicurare la piena osservanza da parte degli intermediari del complesso delle disposizioni riguardanti l'attività svolta e, in particolare, le relazioni con la clientela. In tale contesto la Banca d'Italia ha diffuso un documento per la consultazione relativo alle modalità di gestione e controllo del rischio di incorrere in sanzioni, perdite finanziarie o danni di reputazione in conseguenza di violazioni di norme legislative, regolamentari o di autoregolamentazione (rischio di *compliance*).

La disciplina proposta, destinata a integrare il sistema dei controlli interni delle banche, rimette in ampia misura all'autonomia organizzativa degli intermediari l'individuazione delle soluzioni più

idonee per fronteggiare tale tipologia di rischio. Si richiedono, in ogni caso, l'istituzione di una apposita funzione, indipendente e dotata di adeguate risorse, incaricata della gestione di tale rischio, l'individuazione di un responsabile aziendale, una chiara e formalizzata definizione dei ruoli e delle responsabilità dei soggetti coinvolti. Agli organi amministrativi e di controllo sono attribuiti compiti generali di indirizzo e supervisione.

La funzione di compliance *è chiamata a svolgere un ruolo complementare rispetto al sistema di gestione dei rischi previsto dalla nuova regolamentazione prudenziale essendo rivolta, soprattutto in un'ottica preventiva, a presidiare rischi non prettamente finanziari, soprattutto legali e reputazionali. La disciplina è stata sottoposta anche alla Consob, per i profili relativi ai servizi di investimento, nella prospettiva del coordinamento con le disposizioni di recepimento della MiFID.*

Semplificazione normativa. – Coerentemente con gli indirizzi consolidati anche in ambito internazionale in tema di *better regulation*, la Banca d'Italia è impegnata in un processo di revisione delle disposizioni di vigilanza al fine di eliminare vincoli e oneri per gli intermediari derivanti da istituti non armonizzati e, più in generale, per semplificare e razionalizzare la regolamentazione e l'attività di supervisione.

Si inscrivono in tale contesto l'abolizione dell'obbligo di informativa preventiva in caso di acquisizione di una partecipazione di controllo al capitale delle banche e la semplificazione delle procedure di accertamento delle modifiche statutarie e di apertura di succursali da parte delle banche.

Per quanto concerne gli statuti, il provvedimento di accertamento viene rilasciato sulla base di un progetto approvato dall'organo amministrativo e comunicato alla Banca d'Italia; l'efficacia del provvedimento, ove non siano riscontrati motivi di contrasto con la sana e prudente gestione, è condizionata alla conformità della deliberazione assembleare al progetto autorizzato. In materia di insediamento di nuove succursali, il sistema di tipo autorizzativo viene sostituito, in un'ottica di liberalizzazione delle scelte aziendali di sviluppo territoriale, dalla previsione di obblighi di mera informativa preventiva, con possibilità per la Banca d'Italia di avviare d'ufficio un procedimento amministrativo diretto a vietare l'apertura ove siano rilevati profili di problematicità.

In materia di raccolta in titoli delle banche è stata rimossa la previsione di una durata minima dei certificati di deposito e dei buoni fruttiferi bancari, al fine di favorire lo sviluppo dei mercati degli strumenti di debito di breve termine, avuto riguardo in particolare all'avvio di un mercato europeo all'ingrosso di tali strumenti (cosiddetto Short Term European Paper – STEP).

La Banca d'Italia ha inoltre avviato una generale riconsiderazione delle disposizioni di vigilanza che condurrà a una semplificazione e riduzione dei procedimenti amministrativi, in particolare di quelli di tipo autorizzativo.

Riforma dei confidi. – Il decreto legge 30 settembre 2003, n. 269, convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326, ha introdotto una riforma organica della disciplina dei confidi prevedendo, tra l'altro, che essi possano assumere, oltre alla veste tradizionale di soggetti iscritti nell'elenco di cui all'art. 106 del TUB, anche quella di intermediari finanziari vigilati ex art. 107 del TUB o di banche cooperative confidi. Disposizioni attuative in materia saranno emanate dal Ministro dell'Economia e delle finanze e dalla Banca d'Italia, che ha sottoposto a consultazione un documento concernente la normativa secondaria applicabile a entrambe le tipologie di confidi. Lo schema di disciplina fa ampio riferimento alle vigenti disposizioni in materia di intermediari finanziari vigilati e di banche di credito cooperativo, con opportuni adattamenti per tener conto delle specificità operative e strutturali che caratterizzano i confidi.

Al fine di computare nel patrimonio di vigilanza alcune poste patrimoniali tipiche dei confidi (contributi pubblici) verrebbe precisato che esse devono essere pienamente disponibili e stabili; per le banche confidi sarebbe previsto un ambito di competenza territoriale provinciale; allo scopo di assicurare il più favorevole trattamento prudenziale previsto per le banche ai crediti verso i confidi che assumeranno la veste di intermediari vigilati ex art. 107 del TUB e alle garanzie da questi rilasciate, verrebbe loro richiesto (come agli altri intermediari iscritti nell'elenco speciale) il rispetto di requisiti patrimoniali minimi che, pur ispirandosi al modello bancario, tengano conto delle più ridotte possibilità operative degli stessi (cosiddetta vigilanza prudenziale equivalente).

Partecipazioni detenibili dalle banche. – La Banca d'Italia ha formulato una proposta al CICR per una revisione delle vigenti Istruzioni di vigilanza in materia di partecipazioni detenibili dalle banche.

La nuova disciplina tenderebbe ad adeguare la normativa nazionale agli standard comunitari, semplificando le procedure di acquisizione di partecipazioni in imprese finanziarie e assicurative ed estendendo notevolmente, allineandoli alle soglie comunitarie, i limiti all'investimento in capitale di rischio di imprese non finanziarie. A fronteggiare i rischi connessi con le più ampie opportunità di acquisizione di partecipazioni industriali e i pericoli di commistione e di conflitti di interesse concorreranno le più sofisticate tecniche di misurazione e gestione del rischio sviluppate dagli intermediari e fatte proprie dalla regolamentazione prudenziale, l'introduzione di specifici presidi in termini di governance e di trasparenza, una nuova disciplina dei fidi ai soggetti collegati attuativa del riformulato art. 53 del TUB.

Le obbligazioni bancarie garantite. – La disciplina delle obbligazioni bancarie garantite (covered bond), contenuta nella legge 30 aprile 1999, n. 130, sulla cartolarizzazione dei crediti, rinvia, per la sua attuazione, a un decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze e alle disposizioni delle Autorità creditizie.

Le obbligazioni bancarie garantite sono titoli, già diffusi nel panorama internazionale, che consentono, grazie all'elevata qualità della garanzia che li assiste, di ridurre i costi di raccolta degli intermediari e di conseguire alcuni vantaggi riconosciuti dalla normativa comunitaria: ponderazione ridotta ai fini prudenziali; ampliamento dei limiti all'investimento degli OICR; stanziabilità nelle operazioni con l'Eurosistema.

Lo schema operativo prescelto dal legislatore nazionale prevede la cessione, da parte di una banca a una società veicolo, di attivi di elevata qualità creditizia (crediti ipotecari e verso pubbliche amministrazioni) e l'emissione da parte di una banca, anche diversa dalla cedente, di obbligazioni garantite dalla società veicolo a valere sugli attivi acquistati e costituiti in un patrimonio separato.

Il regolamento ministeriale, adottato con decreto 14 dicembre 2006, n. 310, disciplina la tipologia delle attività cedibili e di quelle utilizzabili per la successiva integrazione, il rapporto massimo tra le obbligazioni bancarie garantite e le attività cedute, le caratteristiche della garanzia rilasciata dalla società cessionaria. Nell'aprile scorso il Ministro dell'Economia e delle finanze, Presidente del CICR, su proposta della Banca d'Italia, ha emanato un decreto d'urgenza recante ulteriori criteri di carattere generale sull'emissione dei covered bond. In data 15 maggio 2007 la Banca d'Italia ha emanato le relative Istruzioni di vigilanza.

La disciplina è volta ad assicurare la sana e prudente gestione delle banche, tenuto conto della complessità tecnica delle operazioni e dell'ammontare elevato delle emissioni; a proteggere i creditori diversi dai portatori delle obbligazioni bancarie garantite; a favorire la fiducia del mercato nella sua fase di avvio. A tali fini si prevede che le banche emittenti i titoli o cedenti gli attivi a garanzia possiedano requisiti dimensionali, riferiti all'entità dei

mezzi patrimoniali, e capacità di assorbimento dei rischi. Ulteriori disposizioni riguardano: i limiti prudenziali alla cessione di attivi bancari; l'organizzazione e i controlli interni sulle operazioni; i flussi informativi relativi alle operazioni per lo svolgimento dei controlli sulle stesse e per la conoscenza della situazione di rischio degli intermediari e del sistema.

Raccolta del risparmio dei soggetti non bancari. – Nello scorso mese di marzo sono state aggiornate le Istruzioni di vigilanza in materia di raccolta del risparmio dei soggetti non bancari, attuative dell'art. 11 del TUB. Le istruzioni, che integrano per limitati aspetti le deliberazioni CICR del 19 luglio 2005 e del 22 febbraio 2006 (cfr. *Relazione al Parlamento e al Governo*, I, 2006), recano, tra l'altro, indicazioni circa la nozione di raccolta del risparmio e fissano limiti specifici alla raccolta mediante strumenti finanziari per gli intermediari che svolgono attività di concessione di finanziamenti tra il pubblico (il patrimonio per gli intermediari iscritti nell'elenco ex art. 106 del TUB; il doppio o, se quotati, il quintuplo del patrimonio per gli intermediari di cui all'art. 107 del TUB).

I CONTROLLI

Linee di sviluppo

Le innovazioni del quadro normativo e regolamentare e il crescente grado di convergenza internazionale delle prassi di vigilanza hanno dato avvio a un processo di adeguamento degli indirizzi dell'attività di supervisione e dei metodi e delle procedure di svolgimento dei controlli. La nuova regolamentazione prudenziale consente la scelta tra una pluralità di metodi di calcolo dei requisiti, di diversa complessità, richiedendo agli intermediari di sviluppare validi sistemi di gestione e di controllo dei rischi e di dotarsi di affidabili assetti organizzativi e di governo societario.

La quasi totalità delle banche e dei gruppi bancari nazionali si è avvalsa della facoltà, prevista dalla direttiva comunitaria sull'adeguatezza patrimoniale, di continuare ad applicare fino all'inizio del 2008 il previgente regime prudenziale, per potersi adeguare gradualmente ai più elevati standard previsti dalla nuova disciplina. La stessa facoltà è stata esercitata dalle SIM, alle quali si applica un analogo regime prudenziale. Per alcuni operatori, l'adeguamento al nuovo quadro prudenziale è reso più complesso dalla realizzazione di importanti processi di aggregazione.

Il criterio di proporzionalità dei mezzi rispetto all'obiettivo, che informa ampie parti del nuovo quadro regolamentare, richiede un più stretto legame tra l'azione di supervisione e l'effettiva rischiosità degli intermediari, anche al fine di minimizzare gli oneri per i soggetti vigilati. L'azione di vigilanza lascia ampia autonomia alle scelte imprenditoriali, verificando che gli intermediari mantengano mezzi patrimoniali adeguati a fronteggiare i rischi e stimolando la ricerca di più elevati livelli di efficienza, con benefici per l'intero sistema economico.

In base alla nuova regolamentazione sul processo di controllo prudenziale, dal prossimo anno la Vigilanza sarà chiamata a svolgere un'articolata attività di revisione e valutazione della situazione aziendale degli intermediari (Supervisory Review and Evaluation Process – SREP). Questa attività, che si baserà sul confronto con i soggetti vigilati, comprende il riesame del processo con cui gli intermediari effettueranno l'autovalutazione della pro-

pria adeguatezza patrimoniale attuale e prospettica (Internal Capital Adequacy Assessment Process – ICAAP). Nell'ambito dello SREP, la Vigilanza analizzerà il profilo di rischio della banca e del gruppo, tenuto conto dei meccanismi di controllo e di mitigazione dei rischi adottati, e verificherà l'osservanza del complesso delle regole prudenziali, al fine di formulare un giudizio complessivo sull'intermediario e di adottare, se necessario, adeguate misure correttive. In applicazione del principio di proporzionalità, le modalità di esercizio dello SREP saranno correlate alla rilevanza e alle caratteristiche degli intermediari.

Nel quadro delle nuove norme prudenziali e delle linee guida comunitarie, si intensificano gli scambi di informazioni e le iniziative di coordinamento tra la Banca d'Italia e le altre Autorità di vigilanza estere competenti su gruppi con rilevante operatività cross-border. Si assiste a un progressivo consolidamento del ruolo e dell'organizzazione dei "collegi di supervisori" che, coordinati dall'Autorità responsabile della vigilanza consolidata (home supervisor), definiscono in concreto compiti e ruoli delle diverse Autorità nazionali interessate (host supervisor). In questo contesto, si vanno sviluppando forme di collaborazione e coordinamento flessibili e informali.

Per migliorare efficacia ed efficienza dei controlli e dare concreta applicazione al principio di proporzionalità, è stata avviata la revisione dei sistemi utilizzati dalla Banca d'Italia per la valutazione degli intermediari. I modelli per l'analisi dei singoli intermediari saranno adeguati alle innovazioni introdotte dalla regolamentazione e dalle linee guida formulate in ambito comunitario, riguardanti sia la più ampia gamma di rischi da considerare sia i criteri di valutazione dell'esposizione e dei relativi fattori di mitigazione.

Nel corso del 2006, la Banca d'Italia ha sviluppato una metodologia di analisi del rischio di tasso di interesse sul portafoglio bancario coerente con le indicazioni del Comitato di Basilea e della nuova disciplina prudenziale. È in corso la revisione dei processi di analisi dei bilanci bancari, anche alla luce delle novità introdotte dagli IAS/IFRS.

La revisione dei modelli di analisi perseguirà un collegamento più strutturato e sistematico tra l'analisi dei rischi dei singoli intermediari, specie degli operatori aventi rilievo sistemico (analisi microprudenziale), e l'analisi dei rischi del sistema finanziario nel suo complesso (analisi macroprudenziale), con l'obiettivo di affinare le valutazioni della Banca d'Italia sul grado di stabilità e di vulnerabilità del sistema finanziario nazionale e accrescere l'efficacia della complessiva azione di supervisione.

Le esigenze informative connesse con i nuovi approcci di analisi sono parte del progetto di revisione organica della matrice dei conti bancari, coerente con gli schemi comuni definiti a livello europeo per le segnalazioni statistiche di bilancio e prudenziali. Il progetto è orientato alla semplificazione e al contenimento degli oneri per gli intermediari. Adeguamenti riguarderanno anche le ispezioni presso gli intermediari; in linea con i principi delineati, saranno meglio demarcati perimetro e oggetto delle stesse e ampliate le tipologie di accertamento, proseguendo nella differenziazione in funzione della complessità e della dimensione degli intermediari.

Nei confronti degli intermediari medio-piccoli o caratterizzati da un alto grado di specializzazione, l'ispezione sarà in prevalenza volta ad analizzare la complessiva situazione aziendale; per i gruppi medio-grandi l'esame sarà invece mirato a talune aree di rischio o a specifici profili gestionali, nell'ambito di un piano pluriennale di verifiche. Si svolgeranno, inoltre, accertamenti brevi di follow-up*, per appurare l'efficacia degli interventi correttivi assunti dagli intermediari su sollecitazione della Vigilanza e visite tese a corrispondere a specifiche esigenze conoscitive (accessi connessi con le diverse*

fasi del processo di validazione dei sistemi avanzati di gestione dei rischi) o per approfondire temi di interesse per l'attività di vigilanza nei confronti di più intermediari.

Saranno inoltre ridefiniti i percorsi di indagine ispettiva, che verranno centrati sull'analisi dei rischi e dei presidi organizzativi adottati, nel rispetto del principio di proporzionalità e ricercando una stretta integrazione tra attività ispettiva e a distanza.

Alcuni interventi tesi a rendere più chiara e organica la rappresentazione agli intermediari delle risultanze ispettive sono stati realizzati di recente con l'intento di favorire l'instaurarsi di una costruttiva dialettica con i soggetti ispezionati.

In particolare, sono stati separati i rilievi di natura gestionale, volti a fornire una sintesi dei principali profili esaminati e delle valutazioni a cui si è pervenuti, da quelli di mancato rispetto del dettato normativo regolamentare, per favorire un'illustrazione più oggettiva e documentata delle contestazioni eventualmente mosse.

Nelle valutazioni di stabilità e di efficienza dei soggetti vigilati, hanno assunto crescente rilievo le scelte in materia di governo societario, che devono assicurare trasparenza dei processi decisionali e adeguati livelli di dialettica interna, tenendo anche conto delle più ampie opportunità offerte dall'ordinamento riguardo ai modelli di amministrazione e di controllo. La loro efficacia sarà oggetto di verifica nel tempo, sulla base dei concreti risultati conseguiti.

La tutela degli utenti dei servizi bancari e finanziari, anche per i riflessi dei profili reputazionali sulla stabilità degli intermediari, assume particolare rilevanza tra gli obiettivi della vigilanza. Alle verifiche condotte per esaminare il rispetto delle regole vigenti in materia, si affiancano le frequenti sollecitazioni alla correttezza dei rapporti tra intermediari e alla trasparenza delle condizioni praticate. In tale ambito, è stata avviata una nuova indagine sui costi dei servizi bancari dopo quella effettuata nel 2005 (cfr. il capitolo della sezione F: *Promozione e tutela della concorrenza nel settore del credito* nella Relazione sull'anno 2005).

I controlli sull'adeguamento delle banche ai requisiti previsti dalla nuova disciplina prudenziale

Le scelte dei metodi di calcolo dei requisiti di capitale devono essere coerenti con il grado di complessità operativa dei singoli intermediari. Mentre gli operatori di medie e piccole dimensioni sono prevalentemente orientati verso l'adozione di metodologie standardizzate, alcuni gruppi creditizi di maggiori dimensioni – rappresentativi di una quota significativa del mercato bancario nazionale – hanno effettuato investimenti per l'adozione di sistemi avanzati di misurazione dei rischi.

L'utilizzo da parte delle banche dei propri sistemi interni di misurazione dei rischi per la determinazione dei requisiti patrimoniali minimi a fronte dei rischi di credito, di mercato e operativi richiede la preventiva autorizzazione della Vigilanza, il cui rilascio è subordinato alla verifica del rispetto di requisiti organizzativi e quantitativi.

Il processo di riconoscimento dei sistemi interni da parte della Banca d'Italia si articola in diverse fasi. In considerazione dell'elevata complessità e del rilevante impatto organizzativo di tali sistemi, le banche possono presentare i progetti relativi all'adozione dei metodi interni anche prima dell'inoltro formale della richiesta di autorizzazione,

dando vita a una fase di confronto con la Vigilanza. Dopo il rilascio dell'autorizzazione, la Banca d'Italia verifica il mantenimento nel tempo dei requisiti richiesti.

Nel corso dell'ultimo biennio, si è intensificato il confronto con gli intermediari che hanno avviato da tempo progetti di sviluppo di sistemi interni di calcolo dei requisiti nella prospettiva dell'entrata in vigore delle nuove norme. Nella seconda metà del 2006 e nei primi mesi del 2007, la complessità dei processi di aggregazione che hanno coinvolto alcuni gruppi bancari ha comportato la necessità di rivedere i tempi di realizzazione dei progetti iniziali.

Con riferimento all'area dell'intermediazione finanziaria, la regolamentazione prevede da tempo la possibilità per le banche di utilizzare modelli interni per il calcolo dei requisiti patrimoniali per il rischio di mercato, in alternativa al metodo standardizzato. Tre sono i gruppi italiani autorizzati a utilizzare a fini prudenziali i sistemi interni di misurazione dei rischi di mercato.

L'estensione ai rischi di credito e operativo del procedimento di autorizzazione all'utilizzo dei sistemi interni di misurazione dei rischi, già previsto dalla regolamentazione con riferimento ai rischi di mercato, ha richiesto all'Organo di vigilanza adeguamenti metodologici, organizzativi e informativi. L'attività istruttoria per l'assunzione di provvedimenti di riconoscimento dei modelli interni richiede la valutazione di un'ampia gamma di informazioni e la formulazione di giudizi relativi ad aree a contenuto fortemente tecnico.

Riguardo al metodo standardizzato per il calcolo del requisito a fronte del rischio di credito è previsto il riconoscimento dei rating rilasciati da agenzie di valutazione del merito di credito (External Credit Assessment Institution - ECAI) ai fini della determinazione delle ponderazioni delle attività di rischio detenute dalle banche. Il riconoscimento viene effettuato in base a una rigorosa verifica di requisiti che riguardano la metodologia utilizzata per la definizione dei giudizi (oggettività, indipendenza, revisione periodica, trasparenza) e le valutazioni che ne conseguono (credibilità e trasparenza). Alcune istanze sono già state presentate.

Nell'ambito delle attività di supervisione connesse con l'applicazione della nuova disciplina prudenziale ha preso avvio un confronto con la Federazione italiana delle banche di credito cooperativo riguardo ai requisiti necessari per il riconoscimento di un "sistema di tutela istituzionale" tra le banche della categoria volto a prevenire o evitare la crisi delle aderenti mediante la protezione reciproca contro i rischi di illiquidità e di insolvenza. Le previsioni regolamentari relative a tali sistemi, di derivazione comunitaria, si basano sull'esperienza di sistemi di garanzia istituiti in altri paesi da network di banche cooperative e consentono, a determinate condizioni, di estendere alle esposizioni fra le banche aderenti il trattamento prudenziale riconosciuto alle esposizioni tra banche appartenenti a un medesimo gruppo bancario.

I rapporti con altre Autorità di vigilanza e organismi istituzionali

A seguito delle procedure di consultazione e collaborazione avviate nel 2005 e degli accordi formalizzati con le altre Autorità di vigilanza estere si sono sviluppati i rapporti riguardanti i gruppi bancari nazionali con significativi insediamenti all'estero per i quali la Banca d'Italia è responsabile della vigilanza consolidata (UniCredit e Intesa Sanpaolo). In questa fase, i lavori dei collegi dei supervisori si sono sviluppati su due livelli riguardanti, rispettivamente, lo svolgimento delle ordinarie attività di controllo sui rischi e sulla complessiva situazione aziendale e i processi di riconoscimento dei sistemi interni di calcolo dei requisiti patrimoniali.

Riguardo al primo aspetto, la Banca d'Italia ha perseguito lo sviluppo di un'adeguata circolarità informativa tra le autorità interessate, provvedendo a trasmettere riferimenti sulle valutazioni formulate a livello consolidato sui gruppi vigilati e attivandosi per acquisire analoghe informazioni sulle controllate estere da parte delle autorità locali. La qualità dei flussi informativi scambiati assume particolare rilevanza anche per lo svolgimento del processo di controllo prudenziale previsto dal secondo pilastro. Per quanto concerne il riconoscimento dei sistemi interni di misurazione dei rischi, la Banca d'Italia, in qualità di responsabile del coordinamento, ha promosso una ripartizione dei compiti ispirata a criteri di sussidiarietà, coinvolgendo le Autorità di vigilanza locali con l'obiettivo di valorizzare la migliore conoscenza dei soggetti vigilati derivante dalla prossimità.

Prosegue, in un contesto di accresciuto scambio informativo, il coinvolgimento della Banca d'Italia in procedure di collaborazione e coordinamento in qualità di Autorità competente per banche, anche di rilievo sistemico, appartenenti a gruppi soggetti alla vigilanza consolidata di Organismi di vigilanza esteri.

In particolare, riunioni e contatti periodici sono stati tenuti con l'Autorità di vigilanza francese (relativamente alla Banca Nazionale del Lavoro, appartenente al gruppo BNP Paribas) e quella olandese (riguardo alla Banca Antonveneta, componente del gruppo ABN AMRO).

Il carattere intersettoriale delle attività svolte dagli intermediari e di alcune problematiche di interesse per l'attività di supervisione comporta contatti sempre più frequenti della Banca d'Italia con altre Autorità e Organismi tecnici rilevanti a livello nazionale, spesso regolati da specifici accordi. In particolare si è intensificato il confronto con la Consob, l'Isvap e la Covip al fine di agevolare lo svolgimento delle rispettive funzioni, anche mediante la definizione di forme di coordinamento e di collaborazione e l'approfondimento di temi di comune interesse.

Le aree in cui tale cooperazione è cresciuta sono la vigilanza sui conglomerati finanziari e sulle banche con significativa operatività nel comparto assicurativo e la materia contabile, soprattutto in relazione alle numerose problematiche interpretative connesse con l'applicazione degli IAS/IFRS ai bilanci degli intermediari. Sempre nell'area contabile si inscrive la collaborazione prestata dalla Banca d'Italia ai lavori sviluppati dall'Organismo italiano di contabilità (OIC), nel quadro dell'attività consultiva svolta nei confronti di organismi contabili internazionali e del legislatore italiano e dell'attività interpretativa di specifici provvedimenti legislativi.

SERVIZI E INFRASTRUTTURE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI E DEI MERCATI FINANZIARI

17. IL SISTEMA DEI PAGAMENTI

Il processo di integrazione dei servizi di pagamento in Europa

La realizzazione di un mercato comune dei servizi di pagamento (SEPA - Single Euro Payments Area) mira a consentire ai cittadini, alle imprese e alle Amministrazioni pubbliche di effettuare incassi o pagamenti in euro con modalità, diritti e obblighi analoghi in tutti i paesi della UE. Il progetto è volto ad armonizzare gli strumenti e le infrastrutture per i pagamenti in euro, innalzando la concorrenza nel mercato e facilitando la realizzazione di economie di scala. L'Eurosistema e la Commissione europea sono interessati e coinvolti nella SEPA, la cui realizzazione è stata affidata allo European Payments Council (EPC), organo decisionale delle banche europee.

Nel 2006 l'EPC ha definito le caratteristiche dei nuovi strumenti di pagamento europei (bonifici, addebiti diretti e carte di pagamento), che potranno essere integrati da servizi a valore aggiunto (Additional Optional Service – AOS). Esso ha altresì elaborato il quadro di riferimento al quale dovranno conformarsi le infrastrutture di compensazione e di regolamento (Automated Clearing House - ACH); al lavoro dell'EPC si è affiancato quello di alcuni gestori di infrastrutture nazionali, riuniti nell'European Automated Clearing House Association (EACHA).

Il progetto prevede che dal 1° gennaio 2008 le banche siano in grado di offrire alla clientela servizi coerenti con gli schemi per bonifici e incassi e di emettere carte di pagamento in linea con i principi SEPA. Entro la fine del 2010, una quota significativa dei pagamenti nazionali dovrà migrare agli schemi paneuropei.

Con riferimento ai bonifici e agli addebiti diretti l'EPC ha diffuso documenti (Rulebook) nei quali sono state fissate le regole di funzionamento delle versioni di base dei nuovi strumenti che sostituiranno quelli nazionali. Sono stati definiti principi generali a cui le carte di pagamento dovranno adeguarsi. In particolare, per gli schemi nazionali di carte (essenzialmente di debito) si configurano tre scenari: migrare in uno schema internazionale; creare uno schema paneuropeo; stipulare accordi con schemi internazionali. L'EACHA sta individuando gli standard per realizzare l'interoperabilità tra infrastrutture, rendendo operativo un modello di infrastruttura europea basato sul collegamento fra ACH coerente con la SEPA e accrescendo la competizione fra ACH. Il modello alternativo è fondato su un'infrastruttura unica, in grado da sola di raggiungere tutti gli operatori europei.

La migrazione della SEPA coinvolge ovunque un'ampia pluralità di operatori. In Italia nel 2006 sono stati avviati i lavori del Comitato nazionale presieduto dalla Banca d'Italia e dall'Associazione bancaria italiana (ABI). Esso ha approvato all'inizio di questo mese il Piano nel quale sono state individuate le procedure italiane che migreranno ai nuovi formati SEPA e una lista di possibili servizi a valore aggiunto che la comunità nazionale intende sviluppare.

Al Comitato partecipano i rappresentanti di varie categorie economiche utilizzatrici finali dei servizi di pagamento: imprese, consumatori, esercenti, Amministrazioni pubbliche. Nel suo ambito, sono stati avviati gruppi di lavoro tra banche, banca centrale e le categorie interessate al progetto al fine di censire le rispettive esigenze e individuare i percorsi concreti verso la SEPA.

In Italia, come negli altri paesi europei, le attuali procedure di trattamento dei bonifici non richiedono sostanziali adattamenti allo schema predisposto dall'EPC; la migrazione alla SEPA avverrà dunque dal gennaio del 2008. Più problematica si delinea la migrazione degli addebiti diretti, a causa del basso grado di standardizzazione a livello europeo e della distanza dello schema elaborato in ambito EPC rispetto a quello più evoluto in uso nel nostro paese.

Per quanto riguarda le carte di debito, Cogeban (la Convenzione che gestisce il marchio Bancomat Pagobancomat) si è orientata verso la definizione di accordi con schemi internazionali per l'adozione congiunta di marchi (co-branding), in modo da rispettare gli standard SEPA sin da gennaio del 2008. Contemporaneamente, Cogeban lavora all'iniziativa intrapresa da Euro Alliance Payment Schemes (EAPS) per la creazione di uno schema europeo di carte basato su accordi tra schemi di carte nazionali.

Il 24 aprile 2007 il Parlamento europeo ha approvato la proposta di direttiva in materia di servizi di pagamento al dettaglio nel mercato interno (Payment Services Directive – PSD). Con il suo recepimento nelle legislazioni nazionali, da realizzare entro il 1° novembre 2009, gli intermediari finanziari tradizionali si troveranno a operare in concorrenza con le società che verranno abilitate a offrire servizi di pagamento in qualità di Payment Institution. La direttiva, in coerenza con la SEPA, contribuirà ad affermare standard condivisi per gli strumenti di pagamento, accrescendo la confrontabilità delle condizioni di offerta dei servizi.

Il provvedimento istituisce una nuova categoria di intermediario munito di passaporto europeo – la cosiddetta Payment Institution – abilitato all'offerta di servizi di pagamento all'interno della UE.

La nuova disciplina realizza la cornice giuridica armonizzata per l'affermazione di strumenti di pagamento paneuropei (bonifici, carte, addebiti diretti). Essa rafforza gli obblighi informativi verso la clientela, anche al fine di garantire la confrontabilità dei servizi offerti e la concorrenzialità del mercato di riferimento; sono previsti standard di diligenza sia per l'utilizzatore sia per il prestatore dei servizi; su quest'ultimo gravano forme estese di responsabilità per la corretta esecuzione delle operazioni.

In occasione dell'approvazione della direttiva, L'Eurosistema e la Commissione europea, in una dichiarazione congiunta, hanno ribadito l'importanza di sollecitare tutti gli operatori coinvolti affinché proseguano e intensifichino le attività per il lancio della SEPA entro il 1° gennaio 2008 e per la sua successiva, efficace e tempestiva realizzazione.

Gli strumenti di pagamento

Nel 2006 il numero delle operazioni con strumenti di pagamento diversi dal contante è aumentato del 3 per cento, superando i 3,6 miliardi di transazioni.

Nel confronto internazionale, l'Italia continua a caratterizzarsi per un utilizzo contenuto di strumenti di pagamento alternativi al contante. Ne derivano rilevanti costi di transazione e ostacoli alla riduzione dei costi unitari dei servizi bancari.

Nel 2006 sono state effettuate 62 operazioni pro capite con strumenti alternativi al contante, a fronte delle oltre 150 registrate in media nell'Eurosistema nel biennio precedente. Le transazioni pro capite con carte di pagamento, il principale strumento alternativo al contante per il regolamento dei pagamenti al dettaglio, sono state 22 in Italia nel 2006, a fronte di 46 nell'area dell'euro nella media degli anni 2004-05. Il divario non è

riconducibile a un diverso grado di diffusione delle carte né dei terminali POS: con 1,2 carte pro capite e 18 POS ogni mille abitanti, il nostro paese è infatti ormai allineato alla media europea (1,2 carte e 16 POS nell'Eurosistema sulla base dei dati relativi al 2005, gli ultimi disponibili).

Lo scarso utilizzo degli strumenti alternativi al contante può essere motivato da molteplici fattori: il limitato grado di "finanziarizzazione" di alcune aree del paese; la prassi ancora diffusa di percepire redditi in contante; la percezione degli utenti in merito alla scarsa sicurezza, praticità e costi di utilizzo degli strumenti alternativi; la frammentazione del commercio al dettaglio; l'economia sommersa.

Nell'ambito dei pagamenti effettuati con strumenti diversi dal contante, nel 2006 si è confermato il progressivo declino dell'assegno e l'aumento delle disposizioni di incasso o pagamento elettroniche (bonifici automatizzati e addebiti preautorizzati) e delle carte di pagamento. È rallentata la crescita delle operazioni effettuate con carte su terminali POS mentre si sono notevolmente sviluppati i pagamenti in internet.

Con riferimento agli strumenti bancari, il numero degli assegni è diminuito del 2,4 per cento rispetto all'anno precedente. I bonifici ordinari e gli addebiti preautorizzati sono cresciuti, rispettivamente, del 4,9 e del 3,6 per cento, in linea con le tendenze osservate nel precedente triennio. La riduzione nell'uso dell'assegno è stata più marcata rispetto alla media europea. La quota di transazioni regolate con tale strumento in Italia rimane, tuttavia, significativa (13 per cento dei pagamenti), soprattutto presso le imprese non finanziarie delle aree meridionali (47 per cento).

Le banche autorizzate (74 alla fine del 2006) hanno emesso 67,1 milioni di assegni circolari, con una riduzione del 4,7 per cento rispetto all'anno precedente. Il rapporto tra titoli in garanzia e assegni circolari è aumentato in media dal 22,5 al 28,3 per cento.

Nel 2006 si è registrato un incremento dell'utilizzo irregolare degli assegni: il numero dei nominativi e quello degli assegni iscritti nella Centrale di allarme interbancaria (CAI) sono aumentati, rispettivamente, del 10,7 e del 9,0 per cento; l'importo totale è cresciuto del 12,6 per cento. L'aumento ha riguardato sia gli assegni risultati senza provvista al momento del pagamento (pari al 64 per cento del totale degli assegni iscritti) sia quelli emessi senza autorizzazione (pari al 36 per cento). Il rapporto tra gli assegni iscritti alla CAI e il totale degli assegni regolarmente addebitati nel 2006 è stato pari all'1,4 per mille in termini di numero e al 2,7 per mille in termini di importo; il valore medio unitario degli assegni iscritti è risultato leggermente superiore a 4.000 euro. Come negli anni precedenti, le segnalazioni si sono concentrate soprattutto nel Sud e nelle Isole (tav. 17.1).

Sulla base delle informazioni rese pubbliche dall'ABI, i tempi di esecuzione delle operazioni di pagamento con gli assegni e i bonifici risultano sostanzialmente invariati.

Per quanto riguarda gli assegni, elaborazioni effettuate sui dati pubblicati sul sito internet di PattiChiari mostrano che nel 2006 i giorni massimi di valuta e disponibilità sono stati pari, rispettivamente, a 5,5 e 6,6 (contro i 6,2 e i 6,7 nel biennio precedente). Tali valori sono inferiori ai tetti massimi previsti nella soluzione denominata Disponibilità assegni, definita dall'ABI e volta a fissare entro 7 giorni lavorativi i tempi di riconoscimento alla clientela delle disponibilità sugli assegni all'incasso.

Per i bonifici sono risultati confermati i tempi di esecuzione delle operazioni (inclusi i giorni valuta) delle precedenti rilevazioni presso il sistema bancario, scesi intorno ai 2 giorni lavorativi. Con riferimento alle commissioni applicate alla clientela, si sono registrati miglioramenti soprattutto per le operazioni automatizzate (ad esempio internet) che rappresentano una quota preponderante del totale dei bonifici bancari (oltre il 64 per cento) (tav. 17.2).

Tavola 17.1

Centrale di allarme interbancaria: distribuzione territoriale degli assegni revocati (1)

AREA GEOGRAFICA	Soggetti revocati	Assegni impagati				Importo impagato medio
	Numero	Numero	Composizione %	Importo in milioni di euro	Composizione %	Euro
Nord Ovest	11.518	36.984	14,1	165,3	15,2	4.468
Nord Est	5.554	18.820	7,2	102,9	9,4	5.467
Centro	12.513	49.586	18,9	235,2	21,6	4.743
Sud e Isole	37.119	156.579	59,6	583,5	53,5	3.727
Estero	192	860	0,3	3,4	0,3	3.953
Totale	**66.896**	**262.829**	**100,0**	**1.090,3**	**100,0**	**4.148**

Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.
(1) Elaborazioni sulle consistenze al 31.12.2006.

Il numero degli acquisti regolati con carte di credito e di debito su POS è aumentato del 5,4 per cento, circa la metà rispetto alla crescita registrata nel quadriennio precedente. Le carte di credito in circolazione hanno superato 31 milioni di unità e sono state utilizzate per effettuare oltre 475 milioni di operazioni; anche in Italia si stanno diffondendo modalità di utilizzo delle carte di credito per regolare transazioni in internet o con pagamento dilazionato nel tempo (credito al consumo). Le carte di debito rappresentano lo strumento più diffuso presso il pubblico (oltre 37 milioni di carte in circolazione) e hanno regolato oltre 770 milioni di acquisti al dettaglio. I prelievi di contante da ATM con carte di debito sono cresciuti a ritmi ancora sostenuti: del 5,9 per cento le operazioni effettuate e dell'8,2 gli importi prelevati.

Tavola 17.2

Commissioni applicate alla clientela su bonifici domestici
(in euro)

VOCI	Disposti come ordine ripetitivo	Disposti allo sportello con addebito c/c	Disposti allo sportello e regolati per cassa	Disposti tramite canale internet	Disposti tramite canale telefonico	Pagamenti a fronte di Bollettino Freccia
2004	2,33	3,53	5,05	1,12	1,59	1,23
2005	2,37	3,42	5,05	1,10	1,53	1,30
2006	2,26	3,40	5,05	1,11	1,52	1,24

Fonte: ABI - PattiChiari (marzo 2005 - aprile 2006 - marzo 2007) - per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche.*

Le operazioni con carte di credito in internet, pari a circa 22 milioni, sono aumentate del 24 per cento. Internet si conferma un canale ad ampio potenziale di sviluppo per i pagamenti al dettaglio con bonifici e carte. I bonifici disposti su rete nel 2006 sono stati oltre 46 milioni (circa il 10 per cento del totale bonifici), valore superiore del 30 per cento a quello dell'anno precedente.

La diffusione degli strumenti di pagamento postali presso la clientela è proseguita in modo più vigoroso rispetto agli analoghi prodotti bancari. Alla fine del 2006 il numero di conti correnti era pari a circa 4,8 milioni, in crescita del 6 per cento rispetto all'anno precedente; le carte di pagamento (di debito e prepagate) e i bonifici automatizzati sono gli strumenti che hanno registrato i maggiori tassi di sviluppo.

Nel 2006 sono state emesse e distribuite presso le famiglie italiane 8 milioni di carte di pagamento postali (con un aumento del 20 per cento rispetto all'anno precedente). La quota di transazioni regolate su POS con carte di debito rispetto al totale delle operazioni (inclusi i prelievi da ATM) è stata del 63 per cento, il doppio rispetto allo stesso indicatore calcolato per la clientela titolare di carte di debito bancarie. Resta comunque preponderante la quota delle operazioni regolate presso gli uffici postali per tramite di bollettini di conto corrente.

Nell'area delle carte di pagamento, bancarie e postali, la crescita più rilevante è stata quella delle carte prepagate a spendibilità generalizzata il cui utilizzo ha riguardato il 3 per cento circa delle transazioni complessive nel 2006. La loro diffusione è favorita dalla possibilità di essere usate da clientela non bancarizzata e di limitare i rischi derivanti da frodi, soprattutto in internet.

È proseguita la diffusione di strumenti di moneta elettronica (su "plastica" e "virtuale") emessi da banche, istituti specializzati (Istituti di moneta elettronica - Imel) e Poste Italiane: alla fine del 2006 ne risultavano in circolazione circa 6 milioni, includendo gli strumenti emessi da istituti di moneta elettronica operanti in Italia in regime di libera prestazione di servizi. L'operatività con gli strumenti prepagati ha registrato incrementi significativi (70 per cento), soprattutto per i pagamenti in rete; una forma di utilizzo particolarmente significativa si è riscontrata inoltre per le operazioni di prelievo di contante.

A marzo del 2007 risultavano operativi 36 schemi di cui 5 promossi da istituti di moneta elettronica. Alla stessa data risultavano iscritti nell'apposito albo 3 Imel; gli Imel comunitari che già operavano o avevano comunicato di voler operare in Italia in regime di libera prestazione di servizi erano 5. L'operatività con carte prepagate è stata in particolare trainata dal loro utilizzo in internet che rappresenta più del 40 per cento delle transazioni e che ha, come in passato, interessato soprattutto le carte postali; l'importo medio delle transazioni effettuate in rete è rimasto sostanzialmente invariato (circa 58 euro). Si tratta di un mercato in forte evoluzione, influenzato anche da provvedimenti normativi comunitari; tra questi, le disposizioni volte a contrastare il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo (direttiva CE 60 del 2005 e regolamento CE 1781 del 2006), che intervengono, tra l'altro, sulle caratteristiche dei prodotti di moneta elettronica commercializzabili in forma anonima.

Sono aumentate le frodi sulle carte di pagamento. Per contrastarle, oltre a promuovere le tecnologie a microcircuito, Cogeban ha avviato iniziative volte a innalzare i livelli di sicurezza dei propri circuiti di pagamento.

Tra il 2003 e il 2006 l'importo complessivo delle operazioni oggetto di frodi è passato da circa 40 a oltre 140 milioni di euro; nello stesso periodo è salito il rapporto tra frodi e valore delle operazioni su POS e ATM (dallo 0,02 allo 0,07 per cento).

Le attività di contrasto hanno riguardato l'adeguamento tecnologico degli apparati di sicurezza utilizzati nelle procedure autorizzative nonché l'avvio della sostituzione dei terminali di vecchia generazione a maggior rischio e la previsione della clausola di liability shift *che trasferisce la responsabilità per frodi verso l'operatore che non dispone di POS compatibili con le nuove tecnologie.*

I dati della CAI mettono in evidenza un aumento dell'utilizzo irregolare delle carte. Al 31 dicembre 2006 risultavano iscritti nell'archivio circa 143.000 nominativi, con un aumento del 9,5 per cento rispetto alla fine dell'anno precedente; i nominativi iscritti nel corso del 2006 sono stati quasi 95.000, circa il 50 per cento in più rispetto al 2005. Il 39 per cento dei nominativi segnalati risulta domiciliato nelle regioni del Nord, il 19 per cento nel Centro e il 42 per cento nel Sud e nelle Isole.

Gli strumenti di pagamento della Banca d'Italia: i vaglia cambiari. – Nel 2006 l'emissione complessiva dei vaglia ordinari e speciali della Banca d'Italia è aumentata rispetto all'anno precedente in termini di numero (da 377.300 a quasi 514.000) mentre è diminuita in termini di importo (da 7 a 6,5 miliardi). I vaglia speciali sono aumentati in termini sia di numero sia di importo, in seguito alla crescita dei rimborsi per crediti di imposta, mentre è proseguita la tendenza alla riduzione dell'emissione dei vaglia cambiari ordinari, nell'ambito del più generale processo di sostituzione degli strumenti di pagamento cartacei con modalità elettroniche.

Il servizio di Tesoreria statale

La diffusione delle nuove tecnologie nelle Amministrazioni pubbliche ha dato impulso al processo di integrazione e di ammodernamento dei pagamenti e al completamento della Tesoreria telematica. La Banca d'Italia ha posto in essere interventi di razionalizzazione delle procedure esistenti e ha dato avvio a progetti volti al più intenso utilizzo delle reti telematiche, alla totale dematerializzazione dei documenti di spesa, all'ampliamento delle potenzialità del Sistema informatizzato dei pagamenti della pubblica amministrazione (SIPA).

L'evoluzione del servizio di Tesoreria è stata accompagnata dalla semplificazione e dalla revisione organica della normativa secondaria sui servizi del Tesoro, risalente al 1939 e parzialmente aggiornata nel 1972. Nel dicembre 2006 è stato presentato al Ministero dell'Economia e delle finanze (MEF) il nuovo testo delle Istruzioni sul servizio di Tesoreria, composto di 204 articoli (a fronte dei 1620 precedenti). Esso compendia le disposizioni di carattere generale sul servizio di Tesoreria e le norme sulla Tesoreria telematica.

All'ulteriore sviluppo della Tesoreria telematica ha contribuito, nell'anno, l'avvio degli interventi per l'informatizzazione della spesa decentrata dello Stato e per l'utilizzo del bonifico per i versamenti in tesoreria.

Il DM del 2006 ha disciplinato l'utilizzo di bonifici bancari o postali per i versamenti a favore del bilancio dello Stato ovvero di titolari di contabilità speciali e di conti correnti, previa indicazione, nella relativa disposizione: dell'IBAN corrispondente al conto di Tesoreria sul quale far affluire le somme; della causale del versamento; del codice fiscale e, nei casi previsti, del codice identificativo del versante.

Il Codice dell'amministrazione digitale, emanato con il decreto legislativo 7 marzo 2005, n. 82 e successivamente modificato e integrato dal decreto legislativo 29 aprile 2006, n. 159 costituisce la base normativa per l'ulteriore modernizzazione della Tesoreria. Lo sviluppo di infrastrutture e servizi basati su reti aperte, come internet, può consentire l'accesso della generalità dei soggetti ai servizi di pagamento della Tesoreria statale.

Le Amministrazioni pubbliche sono impegnate nell'adozione di standard SEPA per le proprie operazioni di incasso e pagamento.

È stato inoltre dato notevole impulso al Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope), gestito dalla Banca d'Italia nell'ambito del servizio di Tesoreria statale. Il Siope consente al MEF la puntuale verifica dell'andamento dei conti pubblici e alle altre Amministrazioni l'acquisizione di elementi informativi essenziali per orientare le proprie politiche di bilancio.

Partecipano al Siope le Regioni, le Province, i Comuni, le Comunità montane, le unioni di Comuni, i consorzi di enti locali, le Università con i relativi Dipartimenti, per un totale di oltre 11.300 enti. Di questi, il 97 per cento già trasmette all'archivio, attraverso il proprio tesoriere, dati sulle operazioni di in-

casso e pagamento, opportunamente codificate. Dal 1° luglio 2007 aderiranno al Siope gli enti di ricerca. L'avvio per le strutture sanitarie (Aziende sanitarie locali, ospedali e altri enti sanitari) è previsto per il 1° gennaio 2008, dopo un periodo di sperimentazione che sarà avviato nel luglio 2007.

Dal novembre 2006, gli enti partecipanti al SIOPE possono accedere ai dati elaborati dal Sistema attraverso un sito internet, che contiene i prospetti informativi giornalieri e mensili, per ciascun ente e relativo comparto di appartenenza.

Le infrastrutture a supporto del sistema dei pagamenti

Nel 2006 si è completata in Italia l'eliminazione dei vincoli all'ingresso di operatori privati (nazionali ed esteri) nell'offerta di servizi a supporto dei pagamenti al dettaglio. Alla fine dell'anno la società belga SWIFT è stata autorizzata a offrire in Italia il servizio di rete in concorrenza con la SIA.

Per effetto del provvedimento dell'11 novembre con il quale la Banca d'Italia ha modificato la disciplina del sistema di compensazione al dettaglio (BI-Comp), gli operatori privati nazionali ed esteri possono svolgere, in regime di libera concorrenza, diventando "operatori incaricati", tutte le attività propedeutiche al calcolo dei saldi multilaterali e al regolamento dei pagamenti, in precedenza riservate all'Istituto.

L'introduzione di schemi di pagamento uniformi in Europa e i costi di investimento per la realizzazione delle nuove piattaforme informatiche favoriscono altresì processi di consolidamento tra i gestori di infrastrutture nella ricerca di economie di scala e di diversificazione.

Si inseriscono in questo processo le operazioni di fusione e acquisizione quali, ad esempio, quelle dell'olandese Interpay con la tedesca Transaktion-institut, che ha portato alla creazione della società Equens, e quella programmata tra le due società anglosassoni VOCA e LINK, attualmente al vaglio delle Autorità per la concorrenza britanniche.

In Italia i processi di aggregazione hanno interessato i gestori delle principali infrastrutture di pagamento. Nell'ottobre del 2006 la Società per i servizi bancari (SSB) ha deliberato l'incorporazione della SIA, creando una società in grado di offrire la maggior parte dei servizi necessari per l'effettuazione dei pagamenti e della liquidazione delle transazioni su titoli.

La società nascente dall'aggregazione della SSB e della SIA offrirà in Italia servizi di rete e basi dati a supporto del sistema dei pagamenti; gestirà le piattaforme per i mercati finanziari italiani e per il sistema di compensazione europeo STEP2; fornirà servizi di compensazione al dettaglio per pagamenti da regolare in BI-Comp; tratterà operazioni con carte di pagamento. In Italia, la quota di mercato della società è pari al 57 per cento circa del mercato di servizi di compensazione al dettaglio e al 60 per cento del mercato delle carte di debito nazionali.

L'autorizzazione all'incorporazione, concessa nell'aprile del 2007 dall'Autorità garante per la concorrenza e il mercato, è stata condizionata alla creazione di una unità separata per l'offerta dei servizi di rete e all'adozione di misure che garantiscano la parità di trattamento tra utenti. La nuova società è operativa dal 7 maggio scorso.

Nei primi mesi del 2007, la società Seceti e l'Istituto centrale delle casse rurali e artigiane, che offrono servizi per i pagamenti al dettaglio rispettivamente al sistema delle banche popolari e a quello delle banche di credito cooperativo, hanno raggiunto un accordo di collaborazione per unificare le piattaforme informatiche e ampliare la propria offerta.

La concentrazione di attività diverse all'interno di un'unica infrastruttura tecnologica amplia le possibili conseguenze negative di eventuali episodi di crisi delle strutture operative. Si accresce l'importanza dei meccanismi volti ad assicurare la continuità operativa in caso di crisi, attraverso procedure condivise per il recupero delle informazioni perdute e il ripristino del funzionamento delle infrastrutture. In tale contesto, e in ottemperanza alle indicazioni della Banca d'Italia in materia di continuità di servizio, dal 2006 le maggiori società italiane di gestione di infrastrutture per i pagamenti hanno individuato procedure e strutture interne funzionali alla gestione delle situazioni di emergenza.

Le Autorità di controllo, nelle sedi internazionali, stanno studiando i rimedi da porre in essere in caso di eventi che causino la indisponibilità di siti elaborativi e le modalità per lo svolgimento di test sulle procedure di continuità operativa. L'Eurosistema ha avviato le attività di progettazione di esercizi di simulazione della continuità operativa; è stata ravvisata l'opportunità di costituire in ogni paese un comitato per il coordinamento delle crisi operative del sistema finanziario e di prevedere un raccordo a livello europeo di tali comitati. In Italia, questa attività è svolta dal Comitato sulla continuità di servizio della piazza finanziaria nazionale - coordinato dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob - al quale partecipano i principali gruppi bancari e le principali infrastrutture del sistema dei pagamenti.

I sistemi privati di compensazione e regolamento dei pagamenti

I sistemi di compensazione e regolamento gestiti da operatori privati, in genere di emanazione bancaria, regolano le transazioni commerciali in concorrenza con quelli delle banche centrali. In Europa, oltre un terzo del volume dei pagamenti è regolato nel sistema Euro1 della Euro Banking Association (EBA), basato sulla compensazione delle transazioni interbancarie tra gli aderenti e concorrente del sistema di regolamento lordo TARGET.

L'offerta dei sistemi privati tende a seguire criteri di specializzazione funzionale: per le operazioni in cambi il sistema CLS (Continuos Linked Settlement), avviato nel settembre del 2002 e al quale partecipano in via diretta due banche italiane, permette il regolamento contestuale in quindici valute (tra cui l'euro) delle transazioni attraverso il meccanismo di Payment Versus Payment (PVP).

La quota dell'operatività valutaria internazionale regolata attraverso il CLS viene stimata intorno al 55 per cento. Il valore medio giornaliero regolato è stato nello scorso marzo di 3.600 miliardi di dollari. Alla fine dello scorso febbraio partecipavano al sistema in qualità di agenti di regolamento 57 azionisti; 976 istituti, di cui oltre 10 italiani, vi accedevano in via indiretta.

Le transazioni di pagamento non standardizzate (quali ad esempio i crediti documentali, le tariffe interbancarie, il trade financing) e quelle per le quali non esiste un sistema dei pagamenti specifico (ad esempio le transazioni cross-border nelle valute non incluse nel sistema CLS) sono regolate a valere sui conti correnti di corrispondenza tra banche. Nel 2006 in Europa l'importo delle transazioni regolate con tale modalità è stato pari a un quinto del totale delle transazioni interbancarie, con un valore inferiore a quello dei pagamenti regolati nei sistemi di importo rilevante (ad esempio TARGET).

Le banche centrali dell'area dell'euro hanno finora analizzato l'evoluzione del correspondent banking attraverso specifiche rilevazioni. Da un lato sono state verificate le attese di una riduzione dei conti di corrispondenza tra le banche europee in seguito all'introduzione dell'euro; dall'altro sono stati analizzati i possibili rischi connessi con i rapporti di corrispondenza in seguito ai processi di aggregazione in atto nel settore bancario, di globalizzazione dell'attività bancaria e di concentrazione dell'offerta

in operatori specializzati. Secondo i risultati della quinta indagine europea (novembre 2006), che ha interessato 19 paesi e 111 banche, 10 delle quali italiane, l'offerta dei servizi di corrispondenza è fortemente specializzata e concentrata: le prime dieci banche che operano nel settore hanno gestito il 95 e il 79 per cento, rispettivamente, del numero e del valore delle transazioni nei conti di corrispondenza. Fra le banche italiane che hanno partecipato alla rilevazione più della metà dichiara di utilizzare i conti solo marginalmente rispetto ai flussi inviati ai sistemi di regolamento; per due grandi banche la quota di pagamenti che vengono regolati nei rispettivi conti si avvicina tuttavia al 30 per cento. Quanto alla gestione della liquidità nei rapporti bilaterali, le banche italiane controllano in tempo reale gli scoperti infragiornalieri non collateralizzati, che restano all'interno del fido concesso.

In Europa, il maggior numero di sistemi privati opera nello scambio e nel regolamento dei pagamenti al dettaglio, attività tuttora caratterizzate dalla dimensione nazionale; tra gli stati membri della UE, l'Italia è tra le poche nazioni la cui banca centrale gestisce direttamente il principale sistema di compensazione (BI-Comp). Negli ultimi anni e nella prospettiva della SEPA, le iniziative dei sistemi privati si stanno affermando anche nel nostro paese: in particolare, dalla fine del 2006 le banche italiane aderenti a Euro1 hanno anche deciso di trattare i propri bonifici al dettaglio non più in BI-Comp ma nel sistema di compensazione europeo STEP2, di proprietà anch'esso di EBA.

Il regolamento in base monetaria

In Italia, i sistemi di compensazione e di regolamento dei pagamenti, all'ingrosso e al dettaglio, sono gestiti dalla Banca d'Italia.

Tavola 17.3

Flussi trattati nei sistemi di compensazione e regolamento
(miliardi di euro)

ANNI	Sistemi di compensazione (1)			Regolamento lordo (2) (c)	Totale flussi (3)	
	Flussi lordi BI-Comp (a)	Saldi multilaterali				
		BI-Comp	Liquidazione dei titoli ed Express II (b)		(d)=(a+b+c)	(d)/PIL (4)
2000	2.258	230	2.700	34.605	39.563	33,2
2001	2.449	266	2.252	34.980	39.681	31,8
2002	2.598	276	1.954	32.145	36.697	28,3
2003	2.839	291	2.116	30.873	35.828	26,8
2004	3.011	323	2.190	31.650	36.851	26,5
2005	3.181	376	2.531	37.656	43.368	30,5
2006	3.402	420	2.818	43.635	49.855	33,8

Fonte: elaborazioni su dati SIA, Istat e Banca d'Italia. Per la metodologia di calcolo, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. L'eventuale mancata quadratura dell'ultima cifra è dovuta agli arrotondamenti.
(1) Comprese le operazioni della Banca d'Italia, delle Sezioni di tesoreria provinciale e delle Poste Italiane spa. Dal 30 novembre 1998 il saldo del contante della Liquidazione dei titoli non confluisce più nel sistema di compensazione BI-Comp ma viene regolato direttamente in BI-Rel. Il sistema Express II è stato avviato l'8 dicembre 2003. La Liquidazione dei titoli ha cessato di operare il 23 gennaio 2004. – (2) Operazioni al netto dei saldi dei sistemi multilaterali ancillari. Include i pagamenti transfrontalieri sia in entrata sia in uscita al netto delle operazioni con la Banca d'Italia. – (3) Non sono incluse le operazioni regolate sui conti accentrati esterni a BI-Rel. – (4) Per i valori del PIL cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Nel 2006, i flussi trattati in questi sistemi hanno superato i 49.800 miliardi di euro con un aumento del 15 per cento rispetto all'anno precedente; in rapporto al PIL i flussi si sono commisurati al 33,8 per cento (tav. 17.3). Il sistema di regolamento lordo BI-Rel ha trattato l'87,5 per cento del valore totale di tali pagamenti; i flussi immessi nel sistema di

compensazione BI-Comp e i saldi del contante del sistema di regolamento dei titoli hanno rappresentato, rispettivamente, il 6,8 e il 5,7 per cento del complesso dei pagamenti.

Il sistema BI-Rel. – Nel 2006 BI-Rel ha trattato più di 51.000 transazioni al giorno per un controvalore di oltre 195 miliardi di euro, rispettivamente il 13 e il 7 per cento dei pagamenti regolati nel sistema TARGET, di cui BI-Rel è la componente italiana.

Il sistema europeo TARGET è ormai il primo al mondo per ammontare trattato, avendo superato il sistema di regolamento lordo statunitense Fedwire. Nel 2006 il sistema TARGET ha trattato su base media giornaliera oltre 326.000 pagamenti, per un controvalore superiore a 2.092 miliardi, rispettivamente, il 60 e l'89 per cento dei trasferimenti di fondi eseguiti attraverso i principali sistemi della UE. Rispetto al 2005 i flussi regolati in TARGET sono aumentati del 10 per cento. I pagamenti regolati in Euro1, il maggiore tra i sistemi alternativi, sono stati pari in media giornaliera a 189 miliardi, con un incremento del 13 per cento rispetto al 2005.

L'incremento dei flussi regolati in BI-Rel ha riguardato sia i pagamenti domestici (15 per cento) sia quelli transfrontalieri (17 per cento); la crescita è stata più sostenuta per i pagamenti interbancari (17 per cento) rispetto a quelli della clientela (9 per cento). La dinamica delle transazioni interbancarie è stata sostenuta dall'aumento degli ordini di pagamento confluiti in BI-Rel attraverso la componente lorda del sistema di regolamento titoli Express II, passati in media giornaliera da 22 a 25 miliardi di euro. Con riferimento all'e-MID, si è registrata una leggera flessione degli scambi conclusi tra controparti domestiche e regolati automaticamente in BI-Rel, associata a una sensibile crescita degli scambi conclusi con controparti non residenti.

In BI-Rel vengono regolati anche i saldi dei sistemi ancillari domestici, nonché quelli derivanti dall'operatività delle banche italiane nei sistemi ancillari internazionali. I primi hanno mostrato un incremento significativo rispetto all'anno precedente (oltre l'11 per cento) quasi interamente attribuibile al regolamento dei saldi della liquidazione su base netta di Express II (da un controvalore di 19,7 a oltre 22 miliardi in media giornaliera). L'importo giornaliero dei pagamenti in BI-Rel per il regolamento dei saldi dei sistemi ancillari internazionali, Euro1 e CLS, è risultato pari a circa 2,2 miliardi di euro.

Nel sistema Euro1, gli istituti italiani partecipanti hanno evidenziato un sensibile miglioramento della posizione netta rispetto al 2005: i saldi giornalieri a debito regolati in BI-Rel sono rimasti sostanzialmente invariati, attestandosi in media giornaliera a circa 550 milioni, a fronte di una forte crescita dei saldi a credito (da 970 a 1.400 milioni medi giornalieri).

Il livello di concentrazione dei pagamenti in BI-Rel risulta elevato. In termini di importo, le prime cinque banche regolano oltre il 50 per cento del totale delle transazioni, le prime tre (una banca italiana di maggiore dimensione e due filiali di banche estere) quasi il 35 per cento. A queste ultime è attribuibile principalmente l'incremento dei flussi trattati in BI-Rel nel 2006; tali intermediari infatti, molto attivi nel comparto dei servizi di custodia e regolamento titoli a clientela estera, a fronte delle esigenze di bilanciamento delle loro posizioni di liquidità connesse con le operazioni in titoli (per un importo complessivo di oltre 17 miliardi in media giornaliera) hanno fatto ampio ricorso alle transazioni interbancarie, in prevalenza transfrontaliere.

La rotazione delle riserve detenute presso la banca centrale è leggermente aumentata: il rapporto tra il totale dei pagamenti a debito regolati dalle banche e la somma della riserva obbligatoria e dell'utilizzo dell'anticipazione infragiornaliera è passato da 4,9 a 5,1.

L'utilizzo dell'anticipazione infragiornaliera è stato pari a quasi 5 miliardi, in aumento dell'8,6 per cento rispetto al 2005 ma stabile (intorno al 6 per cento) in rapporto ai pagamenti regolati. L'importo delle attività depositate nel corso della giornata a garanzia delle anticipazioni (collateral) è rimasto sostanzialmente invariato (16,1 miliardi), riflettendo un più efficiente ricorso alla linea di credito. L'utilizzo infragiornaliero massimo nel corso della giornata, pari in media a 7,4 miliardi, avviene in concomitanza con il regolamento delle operazioni e-MID in scadenza.

Il ricorso all'anticipazione è risultato concentrato presso un numero limitato di operatori. Oltre l'80 per cento dell'utilizzo e il 50 per cento del collateral depositato, infatti, fa capo agli stessi tre intermediari cui è attribuibile l'aumento più significativo dei flussi regolati nel 2006.

Le attività estere poste a garanzia delle anticipazioni infragiornaliere, pari nel 2006 al 54 per cento di quelle complessive, sono state mobilizzate in prevalenza tramite *links* tra depositari centralizzati (tav. 17.4), sebbene l'utilizzo del Modello delle banche centrali corrispondenti (CCBM) sia cresciuto rispetto al 2005 del 25 per cento.

Tavola 17.4

Titoli a garanzia in deposito presso la Banca d'Italia
(consistenze medie; milioni di euro)

PERIODI	Anticipazione infragiornaliera				Pronti contro termine di politica monetaria				Titoli italiani a garanzia delle BCN estere via CCBM
	Titoli italiani	Titoli esteri		Totale	Titoli italiani	Titoli esteri		Totale	
		CCBM	Links			CCBM	Links		
2005	5.092	1.836	4.188	11.116	10.642	252	9.284	20.178	50.665
2006	5.478	2.310	3.978	11.766	9.728	0	9.209	18.937	49.948
2006 – 1° trim.	5.482	1.996	4.333	11.811	10.953	0	10.183	21.136	51.353
2° trim.	5.396	2.424	4.234	12.054	9.369	0	8.699	18.068	52.994
3° trim.	5.392	2.443	4.804	12.639	8.864	0	8.768	17.632	48.819
4° trim.	5.641	2.372	2.552	10.565	9.748	0	9.199	18.947	46.689
2007 – 1° trim.	4.888	2.302	1.676	8.866	8.290	0	10.057	18.347	41.207

Per la metodologia di calcolo cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

A seguito dell'introduzione dei prestiti bancari tra le attività idonee a partire dal 1° gennaio 2007, due controparti italiane hanno iniziato a utilizzare la nuova categoria di garanzie; alla fine di marzo del 2007 lo stock di prestiti costituiti in pegno presso l'Istituto ammontava a circa 4 miliardi di euro, prevalentemente impiegati per operazioni di politica monetaria.

Il sistema BI-Comp. – I flussi trattati in BI-Comp sono complessivamente aumentati nel 2006 del 7 per cento, a 3.400 miliardi; la crescita è risultata più rapida per le operazioni non documentali trattate nel sottosistema Dettaglio (8 per cento) rispetto a quella che ha interessato gli strumenti di pagamento cartacei scambiati nella Recapiti locale (4 per cento). La quasi totalità dei flussi è associata a solo tre categorie di pagamenti gestiti da BI-Comp: i bonifici (47 per cento), gli assegni (29 per cento) e gli incassi commerciali (20 per cento).

BI-Comp ha trattato nel 2006 quasi 2 miliardi di transazioni, con un aumento del 2,7 per cento rispetto al 2005. Alla riduzione di oltre il 3 per cento del numero di assegni, "troncati" o presentati nelle Stanze di compensazione, ha corrisposto la crescita delle operazioni PagoBancomat (29 per cento), dei bonifici (7 per cento) e degli incassi commerciali (oltre il 3 per cento).

I saldi multilaterali di BI-Comp sono ammontati a 420 miliardi, in aumento del 12 per cento rispetto al 2005; il rapporto tra saldi e flussi è cresciuto dall'11,8 al 12,3 per cento. I tre operatori con i flussi più elevati hanno complessivamente trattato il 27 per cento dei flussi totali in termini di importo.

In linea con l'evoluzione in atto a livello europeo nel contesto dei pagamenti al dettaglio, la Banca d'Italia ha deciso di adeguare il proprio sistema di compensazione BI-Comp ai requisiti stabiliti in ambito SEPA per le infrastrutture di regolamento.

Nel mese di novembre 2006 anche sei grandi banche italiane, azioniste dell'EBA, hanno iniziato a utilizzare la loro connessione al sistema di pagamento paneuropeo STEP2 per regolare, oltre ai bonifici transfrontalieri, anche quelli domestici. Nel primo quadrimestre del 2007, il numero di bonifici domestici confluiti in STEP2 è risultato di 6,5 milioni, pari a circa il 6 per cento del totale dei bonifici trattati in BI-Comp (7 per cento in termini di importo).

Il 6 novembre 2006 la Banca d'Italia ha aderito a STEP2. Lo scopo della partecipazione è disporre di un canale alternativo a TARGET per l'esecuzione dei bonifici transfrontalieri dell'Istituto, offrendo tale servizio anche alle banche domestiche che dovessero richiederlo.

TARGET2, TARGET2-Securities e il CCBM2

TARGET2. – Il 19 novembre 2007 sarà avviato il nuovo sistema dei pagamenti europeo TARGET2 che risponde alla domanda delle banche di disporre di servizi armonizzati ed evoluti, in particolar modo per la gestione della liquidità. Esso si caratterizza per un sostanziale accentramento tecnico conseguito con la realizzazione di una piattaforma unica condivisa dalle banche centrali partecipanti. La strategia di migrazione al nuovo sistema prevede la transizione graduale per gruppi di paesi, al fine di minimizzare i rischi e di disporre di adeguati margini di flessibilità operativa e funzionale. La piazza finanziaria italiana migrerà nella terza finestra, il 19 maggio 2008.

TARGET2-Securities e il CCBM2. – Nel mese di luglio del 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha reso noto di voler valutare l'opportunità di realizzare un sistema denominato TARGET2-Securities, di proprietà e gestito dall'Eurosistema, per il regolamento in moneta di banca centrale delle transazioni in titoli. Il progetto mira a rendere più efficienti ed economici i servizi di post-trading nell'area dell'euro e ad armonizzare le modalità di regolamento delle transazioni in valori mobiliari, accrescendo così la concorrenza. Nel marzo del 2007 il Consiglio ha giudicato fattibile lo sviluppo del progetto, che verrebbe realizzato dalla Banca d'Italia e dalle banche centrali di Francia, Germania e Spagna, sfruttando ampiamente le sinergie con TARGET2. Entro la fine del 2007 sarà completata, in stretta collaborazione con gli operatori, la fase di definizione dei requisiti utente. La decisione finale sull'effettiva realizzazione del progetto sarà presa dall'Eurosistema nei primi mesi del 2008.

In parallelo al progetto TARGET2-Securities, il Consiglio direttivo della BCE ha comunicato di voler rivedere le procedure operative per la gestione del collateral nelle operazioni di credito dell'Eurosistema, per accrescerne l'efficienza e ridurre i costi di utilizzo delle garanzie a carico delle banche. Il progetto, denominato Collateral Central Bank Management (CCBM2), sfrutterà le possibili sinergie con TARGET2 e TARGET2-Securities, con l'obiettivo di creare una unica piattaforma tecnica per la gestione delle garanzie, sia domestiche sia transfrontaliere.

18. I SISTEMI DI NEGOZIAZIONE E DI REGOLAMENTO DEI TITOLI

Il processo di integrazione dei mercati finanziari in Europa

È proseguita la tendenza delle società di gestione delle borse, in passato costituite nella forma di organismi di cooperazione tra utenti, a trasformarsi in società con fini di lucro, sia in Europa sia negli Stati Uniti, e a realizzare aggregazioni internazionali. Grandi intermediari, sfruttando i margini aperti dalla direttiva CE 21 aprile 2004, n. 39 (MiFID), reagiscono a tali tendenze alleandosi fra loro per costituire piattaforme alternative ai mercati regolamentati. Ne deriveranno un aumento della concorrenza tra mercati e intermediari e riflessi sul processo di formazione dei prezzi.

Dopo il fallimento delle trattative per la realizzazione di un'alleanza federativa tra le principali borse europee, il processo di consolidamento ha assunto connotazioni globali, con l'integrazione tra Euronext e New York Stock Exchange. Il cambiamento del controllo di Euronext, derivante dal nuovo assetto societario, si riflette anche su MTS spa, il cui capitale è detenuto dalla joint venture MBE Holding costituita tra la stessa Euronext (51 per cento) e Borsa Italiana (49 per cento). La borsa spagnola è stata ammessa a quotazione sul proprio circuito.

Tra le iniziative degli intermediari rileva il progetto Turquoise, predisposto da un consorzio di sette grandi operatori internazionali che si propone di sviluppare un circuito di negoziazione in concorrenza con le borse europee. La direttiva MiFID prevede requisiti di trasparenza pre-trade e post-trade per le varie sedi di negoziazione (mercati, sistemi multilaterali e internalizzatori) nonché l'obbligo di garantire all'investitore il miglior risultato possibile del proprio ordine (cosiddetta best execution). Per fronteggiare i rischi di una frammentazione della liquidità si prospettano soluzioni incentrate sulla concentrazione in un'unica sede ("consolidatore") delle informazioni provenienti dai diversi sistemi di negoziazione e una più ampia collaborazione tra le Autorità di vigilanza nello scambio delle informazioni. Sono in corso riflessioni sulla possibilità di estendere il campo di applicazione degli obblighi di trasparenza anche alle obbligazioni.

Nel settore obbligazionario europeo cresce l'attività delle piattaforme elettroniche e in particolare di quelle che consentono l'accesso diretto alle negoziazioni da parte degli investitori istituzionali. I mercati telematici offrono in misura crescente servizi integrati di trading e di post-trading, anche grazie all'utilizzo delle controparti centrali che assicurano una più efficiente gestione del rischio di inadempimento. Il canale telefonico prevale ancora per le negoziazioni dei depositi interbancari; l'e-MID, gestito dalla e-MID spa, risulta l'unica piattaforma elettronica dell'area dell'euro.

Le società-mercato italiane tendono a rafforzare la loro posizione competitiva attraverso l'ampliamento dell'offerta di nuovi servizi e della platea degli operatori.

La strategia del gruppo MTS mira all'introduzione di nuovi prodotti tra cui la negoziazione di derivati su tassi d'interesse; è in corso di valutazione la possibilità di ampliare la platea degli operatori agli hedge fund. Nel corso del 2006 il gruppo ha costituito MTS Israel, il mercato di riferimento per i titoli di Stato israeliani, ha siglato l'accordo con il China Foreign Exchange Trade System, mercato interbancario dei depositi e delle valute della Cina, per avviare lo sviluppo del mercato dei titoli a reddito fisso di quel paese e ha raggiunto un'intesa con la Slovenia per la creazione di un mercato secondario dei titoli di Stato.

La e-MID spa sta realizzando un progetto relativo al regolamento automatico delle operazioni in euro in vista del prossimo avvio di TARGET2. La società ha avviato l'iter per trasformarsi in impresa di investimento allo scopo di uniformare il modello aziendale a quello dei principali broker attivi nel settore a livello internazionale.

È stato recentemente costituito il Mercato alternativo del capitale, sistema di scambi organizzato riservato agli investitori professionali caratterizzato da modalità di accesso semplificate, volto a offrire opportunità di crescita alle piccole e medie imprese italiane.

Sono state approvate le modifiche al quadro normativo al fine di consentire la quotazione di Borsa Italiana spa sul circuito di scambio dalla stessa gestito. A luglio è stato avviato il segmento dedicato alla negoziazione di azioni europee (MTA International), indirizzato a soddisfare le esigenze degli investitori interessati a una maggiore diversificazione internazionale dei propri portafogli.

I mercati all'ingrosso dei titoli di Stato

Sul segmento a pronti dell'MTS gli scambi sono tornati ad aumentare nel secondo semestre del 2006, dopo la progressiva riduzione registrata negli ultimi tre anni. L'incremento ha riguardato tutte le tipologie di titoli di Stato, a eccezione dei CCT; più marcata è stata la crescita dei BOT. Gli scambi si sono ridotti negli altri mercati a pronti gestiti dal gruppo MTS e, in particolare, sul circuito EuroMTS.

L'importo medio giornaliero negoziato sull'MTS cash è stato di 6,4 miliardi con un aumento del 3,6 per cento rispetto al 2005. I BOT hanno costituito il 24 per cento degli scambi (19 per centonel 2005), i BTP e i CTZ rispettivamente il 52 e il 7, come nel 2005; in calo i CCT (14 per cento dal 19 del 2005). In aumento gli scambi sui BTP trentennali trainati dall'operatività degli investitori istituzionali, la cui strategia di investimento è stata in parte influenzata dalle recenti modifiche agli standard contabili e alla regolamentazione del settore.

Si è leggermente ampliato il differenziale denaro-lettera registrato in media sul mercato; sono rimasti stabili il numero degli operatori e il grado di concentrazione. È aumentato significativamente il ricorso alla controparte centrale.

L'incremento del differenziale denaro-lettera registrato in media nel 2006 è stato di circa 0,5 punti base, attestandosi intorno a 4,3 punti base. Il numero degli aderenti al mercato è sceso di una unità, a 118. La quota di volumi scambiati dai primi 5 operatori è stata del 27 per cento (25 per cento nel 2005); è rimasta invariata al 46 per cento quella relativa ai primi 10 operatori. Le negoziazioni garantite dalle due controparti centrali, Cassa di compensazione e garanzia e LCH.Clearnet SA, hanno rappresentato il 62 per cento dei volumi scambiati (21 nel 2005).

Nel mese di ottobre 2006 la nuova piattaforma Trade Impact, già impiegata nel segmento pronti contro termine, è stata introdotta anche sul comparto a pronti. L'elevata capacità di trattamento dei dati derivante dalla più moderna tecnologia consente l'ampliamento della gamma dei prodotti e delle modalità di negoziazione.

Dopo la lieve diminuzione registrata nel 2005 i volumi trattati nel segmento pronti contro termine dell'MTS sono tornati a crescere (15 per cento in più rispetto al 2005).

I valori medi giornalieri sul comparto dei pronti contro termine si attestano intorno a 59 miliardi di euro (52 nel 2005) con un ulteriore incremento del 10 per cento nei primi tre mesi del 2007. Lo Special Repo rappresenta il 64 per cento del mercato (65 per cento nel 2005); l'86 per cento dei volumi ha luogo sullo spot next. Sul General Collateral il 99 per cento è realizzato con contratti aventi la durata di un giorno: maggiore rilevanza hanno assunto le negoziazioni overnight, che hanno raggiunto scambi giornalieri pari a 6,9 miliardi di euro (50 per cento in più rispetto al 2005).

Su BondVision, piattaforma della MTS spa dedicata alle negoziazioni tra intermediari e clienti istituzionali, sono risultati in ulteriore espansione sia il volume di scambi (28 per cento), sia il numero degli aderenti (passato da 273 a 295). L'intensificazione dell'operatività è riconducibile al maggiore interesse della clientela istituzionale per il trading elettronico e al crescente numero di strumenti negoziabili sul mercato.

Il mercato interbancario dei depositi

Il mercato dei depositi interbancari gestito dall'e-MID spa ha registrato nel 2006 una crescita dell'ordine dell'11 per cento. La partecipazione degli 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 più elevato. Sono rimasti stabili sia il numero degli intermediari sia il grado di concentrazione delle contrattazioni. Si è registrato un crescente interesse per la possibilità offerta dall'e-MID di stipulare contratti su scadenze liberamente definibili dagli operatori (broken date).

I volumi medi giornalieri si sono attestati a 24,2 miliardi (21,8 nel 2005); le contrattazioni sull'overnight hanno rappresentato l'88 per cento degli scambi, come nel 2005.

Nel primo trimestre del 2007 la media giornaliera dei volumi è ulteriormente cresciuta attestandosi a 26,9 miliardi. L'attività degli operatori esteri ha riguardato circa il 46 per cento di quella complessiva (41 nel 2005). Il segmento large deal ha rappresentato il 56 per cento del mercato (50 nel 2005), con volumi medi giornalieri pari a 13 miliardi di euro (11 nel 2005). Nel comparto in dollari gli scambi sono stati pari a 1.500 milioni al giorno (1.560 nel 2005).

Alla fine del 2006 aderivano all'e-MID 224 intermediari. La distribuzione tra operatori italiani ed esteri è rimasta sostanzialmente invariata: gli italiani sono passati da 121 a 119 e gli esteri sono aumentati di due unità. La concentrazione del mercato, misurata sulla quota dei primi dieci intermediari, è risultata in linea con quella del 2005 (circa 25 per cento). Gli scambi medi giornalieri sulle broken date sono stati pari a 719 milioni, in crescita del 33 per cento rispetto all'anno precedente.

La variabilità del tasso sui depositi overnight è stata nel complesso contenuta. Alcune frizioni sul mercato si sono verificate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento, in concomitanza con le operazioni di fine-tuning effettuate dall'Eurosistema: gli operatori sono apparsi meno disponibili a scambiare fondi e il differenziale denaro-lettera si è ampliato rispetto ai valori medi. Il tasso overnight negoziato sull'e-MID è risultato nell'anno in linea con il tasso Eonia.

È proseguita la tendenza alla diminuzione dell'attività sul segmento dei derivati su tasso (overnight indexed swap) gestito dalla e-MID (e-Mider). L'importo medio giornaliero è risultato pari a 150 milioni, 300 in meno del 2005. Il calo dell'attività è da ricondurre all'accresciuta concorrenza di altre piattaforme elettroniche europee, che hanno attratto i flussi generati da grandi intermediari esteri.

I sistemi di gestione accentrata, regolamento e garanzia

L'industria del clearing e del settlement in Europa è stata interessata da importanti iniziative che, avviate su impulso del settore pubblico, sono destinate a incidere sulle scelte strategiche degli operatori del settore. Fra queste, il menzionato progetto TARGET2-Securities si potrà riflettere sull'attività dei depositari centrali.

Alla fine di ottobre le borse, le controparti centrali e i depositari centrali europei hanno sottoscritto un Codice di condotta per l'offerta dei servizi di garanzia e regolamento per i titoli azionari, rispondendo a un impulso della Commissione europea volto a stimolare la concorrenza fra i sistemi.

Gli organismi firmatari si sono impegnati a rendere trasparenti i prezzi dei singoli servizi di trading, clearing e settlement, a garantire l'accesso da parte di altre infrastrutture di mercato, a sviluppare l'interoperabilità tra sistemi, a rilevare e contabilizzare separatamente costi e ricavi dei singoli servizi offerti. Per consentire la verifica del rispetto degli impegni sottoscritti, le associazioni firmatarie dovranno produrre relazioni periodiche che verranno esaminate da un apposito gruppo – Monitoring Group of the Code of Conduct on Clearing and Settlement – composto da rappresentanti della Commissione europea, del Committe of European Securities Regulators (CESR) e dell'Eurosistema.

Le società italiane del post-trading hanno ampliato la gamma dei servizi offerti e assunto iniziative per rafforzare la solidità dell'infrastruttura tecnologica.

Nel quadro dei miglioramenti procedurali, la Monte Titoli è intervenuta anche sulle caratteristiche tecniche adottate per l'interazione con i depositari esteri. Il valore delle transazioni cross-border regolate attraverso i collegamenti con altri depositari è salito del 30 per cento rispetto all'anno precedente. Essa ha inoltre avviato una revisione delle modalità operative seguite per la gestione degli eventi societari (stacco dei dividendi, esercizio dei diritti di opzione, pagamento delle cedole), al fine di contenere rischi operativi e costi mediante l'adozione di processi automatizzati.

La Cassa di compensazione e garanzia ha introdotto nuove funzionalità per facilitare le modalità automatiche di comunicazione con i propri partecipanti e ha esteso la funzione di controparte centrale ad altri mercati esteri (BrokerTec) e nazionali (MTA International).

Alla crescita dell'attività ha fatto riscontro un notevole miglioramento del risultato netto di esercizio: questo è stato pari rispettivamente a 22 milioni per la Monte Titoli (con un aumento del 26 per cento) e a 14,3 milioni per la Cassa (con un aumento del 13 per cento).

I servizi di gestione accentrata. – Gli strumenti finanziari custoditi presso la Monte Titoli sono aumentati, ai prezzi di mercato, del 9 per cento, portandosi a circa 2.700 miliardi di euro; il numero delle emissioni accentrate è salito di circa il 6 per cento, le disposizioni di trasferimento di titoli del 23. Il depositario centrale italiano si è confermato al terzo posto in Europa per valore di titoli gestiti, dietro ai gruppi Euroclear e Clearstream.

Alla fine del 2006 i partecipanti al sistema di gestione accentrata italiano erano complessivamente 2.334 (2.174 l'anno precedente); gli emittenti sono passati da 1.822 a 1.987, anche in conseguenza del ricorso di un numero crescente di enti locali all'emissione di titoli di debito.

L'ammontare dei titoli depositati presso il gruppo Euroclear ha raggiunto 18.200 miliardi (con un aumento del 16 per cento); quelli gestiti da Clearstream International 9.700 miliardi (11 per cento).

Il regolamento delle transazioni in titoli. – Il numero delle operazioni giornalmente immesse nella componente netta del sistema italiano di liquidazione Express II, gestito dalla Monte Titoli, è cresciuto di oltre l'8 per cento nel 2006, raggiungendo le 103 mila unità; il controvalore è diminuito del 7 per cento, a 165 miliardi. Il 69 per cento circa delle transazioni proviene dai mercati regolamentati italiani; le operazioni garantite dalle controparti centrali, Cassa di compensazione e garanzia e LCH.Clearnet SA, sono aumentate nell'anno dal 17,3 al 32,6 per cento di quelle complessive. Si è conferma-

ta l'elevata percentuale di transazioni regolate nella giornata contrattualmente prevista (98,8 del valore totale).

È aumentato il contributo delle fasi diurne del sistema di liquidazione, a conferma di prassi operative già delineatesi nel 2005; la quota del ciclo notturno è diminuita dall'84,6 all'80,9 per cento del valore delle transazioni.

Il numero dei partecipanti alla componente netta di Express II è rimasto sostanzialmente stabile; si è ulteriormente accentuata la concentrazione dell'attività presso alcuni partecipanti; è cresciuto il ricorso ai meccanismi di attivazione automatica del credito infragiornaliero della Banca d'Italia previsti dal sistema di liquidazione.

Gli aderenti sono passati da 121 a 120. Il 66,8 per cento del valore delle transazioni immesse nel sistema riguarda i primi cinque partecipanti (64,4 nel 2005); l'85,2 per cento è coperto dai primi dieci aderenti (82,6).

Dal 2005 al 2006 il credito erogato dalla Banca d'Italia attraverso i meccanismi automatici di Express II per la costituzione delle garanzie è passato da 2,7 a 3,8 miliardi al giorno (dal 36,9 al 43,5 per cento dei saldi a debito). La quota prevalente dei titoli posti a garanzia è data dagli strumenti finanziari provenienti dalla liquidazione (self-collateralization); essi rappresentano il 92,8 per cento del valore totale del credito (86,3 nel 2005).

I risultati della liquidazione lorda sono migliorati: si è registrata una crescita del controvalore e del numero delle operazioni gestite dal sistema; si è ridotto il tempo necessario per il regolamento delle operazioni provenienti dal sistema netto. È rimasta invariata la quota di transazioni non liquidate a fine giornata.

Il controvalore mediamente immesso nella liquidazione lorda è salito da 30,8 a 33 miliardi al giorno. Si è mantenuta al 90,5 la percentuale di istruzioni il cui regolamento si conclude positivamente.

La concentrazione dell'operatività per aderente è ulteriormente salita, come nella componente netta. Ha subito invece un'ulteriore riduzione la quota di contante regolata direttamente sui conti delle banche di regolamento (cosiddette banche tramite).

I cinque partecipanti più attivi immettono nel sistema il 76,5 per cento del numero totale di operazioni, i primi dieci l'87,8 (rispettivamente, 75,8 e 86,0 nel 2005). La quota di contante regolato sui conti delle banche è scesa dal 14,9 al 12,4 per cento del valore totale da liquidare. I partecipanti al servizio di liquidazione su base lorda sono scesi a 127 alla fine dello scorso anno (erano 129 alla fine del 2005). Gli intermediari aderenti al solo servizio di liquidazione su base lorda erano 7 alla fine del 2006, uno in meno dell'anno precedente.

I servizi di compensazione e garanzia. – È proseguita l'espansione dell'attività svolta sul mercato azionario e obbligazionario dalla Cassa di compensazione e garanzia.

Sui mercati azionari a pronti la Cassa ha gestito 58,4 milioni di contratti (47,9 nel 2005), corrispondenti a un controvalore medio giornaliero di circa 4,5 miliardi (3,7 nel 2005). Per il mercato dei derivati azionari (Idem), il 2006 si è contraddistinto per l'andamento positivo sia relativamente al numero di contratti scambiati (31,6 milioni contro i 25,8 del 2005) sia in termini di controvalori (1,2 miliardi, con un incremento del 29 per cento).

Sui mercati a pronti e repo dei titoli di Stato, la Cassa ha registrato un aumento sia del numero dei partecipanti sia del controvalore scambiato. Quest'ultimo è stato pari, per i repo, a 3.921 miliardi rispetto ai 1.680 miliardi dell'anno precedente; per le operazioni cash è risultato pari a 471 miliardi (128 miliardi nel 2005).

Il positivo andamento dei mercati garantiti ha comportato, anche per il 2006, un aumento dei margini iniziali depositati presso la Cassa.

L'ammontare richiesto si è attestato su una media giornaliera di 2,2 miliardi rispetto a 1,8 dell'anno precedente. I partecipanti hanno versato garanzie in eccesso, elevando così il versamento medio a 2,9 miliardi.

Il servizio di controparte centrale sui mercati MTS, EuroMTS e BrokerTec, offerto dalla Cassa in condivisione con la clearing house francese LCH.Clearnet SA, ha contribuito al totale dei margini raccolti. I margini derivanti dall'attività cross-border dei partecipanti alle due clearing house hanno rappresentato il 2 per cento del totale.

Nello svolgimento della sua attività, la Cassa esegue forzosamente i contratti non regolati per mancanza di titoli (buy-in) o di contante (sell-out) per assicurare il buon fine delle operazioni giunte al termine della data di validità prevista dal sistema Express II.

Nel corso del 2006 la procedura di buy-in è stata eseguita 51 volte, per un controvalore totale di circa 22 milioni. Non è stato mai fatto ricorso al sell-out.

IL BILANCIO DELLA BANCA D'ITALIA

19. RELAZIONE SULLA GESTIONE E BILANCIO DELL'ESERCIZIO

Le risultanze di bilancio della Banca d'Italia sono illustrate utilizzando una nuova veste espositiva per facilitarne la comprensione e l'interpretazione. Anche gli schemi di situazione patrimoniale e di conto economico sono stati rivisti per accrescere l'immediatezza con cui le grandezze che vi sono contenute possono essere valutate. Il bilancio è accompagnato dalla relazione sulla gestione nella quale viene fornita una panoramica degli eventi del 2006 che sono destinati a influenzare la gestione dell'Istituto e che hanno impatti sul bilancio. La relazione sulla gestione integra gli strumenti che la Banca tradizionalmente utilizza per dar conto della propria azione: la Relazione annuale, il *Bollettino di Vigilanza*, i resoconti delle audizioni, periodiche od occasionali, rese in Parlamento dai suoi massimi esponenti. Dal 2006 la Banca presenta al Parlamento e al Governo una relazione sul proprio operato in ottemperanza alla legge 28 dicembre 2005, n. 262 (legge sul risparmio).

Nel mese di febbraio la situazione patrimoniale dell'Istituto è inviata alla Banca centrale europea (BCE) perché effettui il consolidamento dei conti delle banche centrali dell'Eurosistema.

Il progetto di bilancio è trasmesso al Ministro dell'Economia e delle finanze.

Il bilancio al 31 dicembre 2006 si è chiuso con un utile netto di 134 milioni di euro.

RELAZIONE SULLA GESTIONE

Il nuovo assetto istituzionale

Recependo quanto previsto dall'art. 19 della legge sul risparmio è stato modificato lo Statuto della Banca. Ne risulta ridisegnata la governance dell'Istituto.

I provvedimenti di natura istituzionale aventi rilevanza esterna sono assunti dal Direttorio sulla base del principio di collegialità; per un miglior funzionamento di tale meccanismo decisionale, il numero complessivo dei componenti è stato portato da quattro a cinque. Ulteriori modifiche hanno interessato l'aggiornamento delle norme sulla nomina, il rinnovo e la revoca del Governatore, l'introduzione del mandato a termine con limiti di rinnovabilità per gli organi decisionali e di controllo (Direttorio, Consiglio Superiore e Collegio sindacale).

Al Consiglio Superiore spettano l'amministrazione generale nonché la vigilanza sull'andamento della gestione e il controllo interno della Banca; per il Collegio sindacale - cui è rimasto attribuito il controllo di legalità - è stato formalizzato l'esercizio di quello contabile; i revisori esterni, come prescritto dallo Statuto del Sistema europeo di banche centrali (SEBC), verificano la contabilità della Banca.

Al Direttorio è stato espressamente attribuito il compito di presentare il progetto di bilancio al Consiglio Superiore che, dopo averlo approvato, ne delibera la presentazione al Collegio sindacale e all'Assemblea dei partecipanti per la definitiva approvazione.

Nel corso dell'anno è stato emanato il Codice etico per i membri del Direttorio che si ispira ai principi di indipendenza, imparzialità, correttezza e trasparenza, valori di riferimento dell'Istituto.

Per maggiori dettagli sulle informazioni sopra richiamate è possibile consultare il sito internet dell'Istituto (www.bancaditalia.it); vi sono anche disponibili l'organigramma e l'articolazione territoriale dell'Istituto.

La pianificazione strategica e operativa

La Banca ha avviato un progetto di revisione degli assetti organizzativi che coinvolge l'Amministrazione Centrale e la rete periferica, la presenza all'estero e l'integrazione dell'Ufficio italiano dei cambi nell'Istituto. La riforma organizzativa ha l'obiettivo di rafforzare l'azione istituzionale, razionalizzare su base regionale la presenza su tutto il territorio nazionale, valorizzare ulteriormente il patrimonio di professionalità del personale.

Nell'ambito del progetto di revisione è stato sottoposto all'approvazione del Consiglio Superiore nell'aprile del 2007 un primo intervento relativo all'Amministrazione Centrale sul riassetto della funzione di ricerca economica. La riforma è finalizzata a migliorare l'integrazione e il coordinamento delle attività attualmente svolte dalle strutture della Banca per potenziarne la capacità di risposta alle sollecitazioni del contesto internazionale e nazionale. Viene costituita l'Area funzionale ricerca economica e relazioni internazionali articolata in quattro Servizi i cui compiti corrispondono ad altrettanti distinti contributi che la Banca fornisce: alla politica monetaria comune nell'area dell'euro; alle analisi di politica economica nazionale; a quelle sulla politica economica e finanziaria internazionale; al patrimonio statistico nazionale.

A supporto della prospettata riforma organizzativa verranno adattati gli strumenti di pianificazione (Piano d'Istituto e Piani operativi settoriali) di cui la Banca si è da tempo dotata.

In base agli indirizzi definiti dal Direttorio, nel 2006 sono stati individuati i progetti da realizzare con priorità nel triennio 2007-09. Tra quelli di rilevanza internazionale, il ridisegno delle Istruzioni di Vigilanza e dei connessi modelli di analisi e valutazione degli intermediari sulla base della nuova regolamentazione sul capitale di Basilea e, nel campo del sistema dei pagamenti, l'attività finalizzata ad accrescere l'efficienza e l'armonizzazione dei servizi di pagamento nell'area dell'euro. In particolare, l'Istituto è impegnato con le banche centrali di Germania e Francia nello sviluppo della piattaforma unica del sistema di regolamento lordo TARGET2; una ulteriore iniziativa di armonizzazione riguarda i sistemi di pagamento al dettaglio per la realizzazione di un'area unica dei pagamenti in euro (Single european payments area - SEPA).

Anche le procedure di programmazione e controllo delle spese concorrono a offrire, insieme agli strumenti di pianificazione, il supporto informativo e operativo per assicurare il rispetto dei principi di economicità, funzionalità e trasparenza nella gestione delle risorse e garantire un adeguato coordinamento fra i diversi processi aziendali.

Le spese di gestione che derivano dalla realizzazione delle iniziative progettuali e dallo svolgimento delle attività correnti sono coperte dai proventi derivanti sia dall'investimento dei mezzi propri, sia dagli altri impieghi nonché dai ricavi tariffari per servizi forniti dall'Istituto a titolo oneroso.

Sull'ammontare delle spese per beni e servizi incidono in misura rilevante l'impiego delle più avanzate tecnologie informatiche per l'erogazione di servizi alla collettività e agli intermediari, le decisioni assunte in ambito europeo sulla produzione delle banconote affidata al nostro Istituto e le misure di sicurezza legate alla gestione della circolazione.

Il principio secondo cui l'azione delle banche centrali nazionali (BCN) e della BCE debba inscriversi in un contesto di efficiente impiego delle risorse ha trovato conferma nel documento *La missione dell'Eurosistema* pubblicato nel 2005; in esso viene dato risalto all'esigenza di sfruttare le sinergie esistenti tra le banche centrali e di evitare duplicazioni di attività (il documento è disponibile sul sito della BCE: www.ecb.int).

Dopo una fase iniziale in cui i processi di convergenza hanno riguardato le funzioni istituzionali, le banche centrali nazionali hanno avviato confronti anche sui profili aziendali delle attività svolte studiando principi e schemi omogenei per rendere comparabili i costi sostenuti.

Le risorse umane, informatiche e logistiche

Nel campo delle risorse umane, all'obiettivo dell'efficienza gestionale si affianca quello della valorizzazione del patrimonio di professionalità esistenti.

Al 31 dicembre 2006 il numero dei dipendenti era pari a 7.548 unità, di cui 3.724 addetti all'Amministrazione Centrale, 3.667 alle Filiali, 20 alle Delegazioni all'estero, 137 distaccati presso Autorità, Enti o Istituzioni nazionali ed estere. La compagine dei dirigenti e quella dei funzionari rappresentavano, rispettivamente, il 7,96 e il 17,34 per cento del personale dell'Istituto; l'età media del personale era di 47,8 anni; la presenza femminile ammontava a circa un terzo dei dipendenti.

Tavola 19.1

Composizione del personale

CARRIERE/GRUPPI DI GRADI	Consistenze al 31.12.2005					Consistenze al 31.12.2006				
	Uomini	Donne	**Totale**	Filiali	Amministrazione Centrale (1)	Uomini	Donne	**Totale**	Filiali	Amministrazione Centrale (1)
Dirigenti	544	111	**655**	226	429	489	112	**601**	202	399
Funzionari	934	391	**1.325**	452	873	909	400	**1.309**	435	874
Coadiutori	808	456	**1.264**	672	592	755	453	**1.208**	625	583
Altro personale	3.288	1.425	**4.713**	2.600	2.113	3.055	1.375	**4.430**	2.405	2.025
Totale	**5.574**	**2.383**	**7.957**	**3.950**	**4.007**	**5.208**	**2.340**	**7.548**	**3.667**	**3.881**

(1) Il dato include il personale addetto alle Delegazioni e quello distaccato presso organismi esterni.

Nel 2006 la compagine del personale si è ridotta di 409 unità. Nell'ultimo decennio il numero dei dipendenti è diminuito complessivamente di 1.852 unità.

Nell'anno, a fronte di 610 cessazioni, concentrate prevalentemente tra il personale operativo, si sono realizzati 201 ingressi dall'esterno, finalizzati sia a soddisfare esigenze di professionalità a elevato contenuto specialistico sia a proseguire lungo la strada del ricambio generazionale.

Il personale della Banca ha partecipato a numerosi gruppi di lavoro costituiti in ambito europeo e internazionale per l'analisi di problematiche di comune interesse e lo studio delle relative soluzioni organizzative e operative.

Nell'ambito degli interventi volti a promuovere lo sviluppo professionale del personale, anche nel 2006 sono stati realizzati programmi di formazione nel campo delle competenze tecnico-specialistiche, informatiche, linguistiche e manageriali. Le iniziative, che si avvalgono in misura crescente di modalità di formazione a distanza, hanno riguardato 4.789 dipendenti con una media di poco superiore alle 29 ore per partecipante.

Il progetto di revisione degli assetti organizzativi determinerà nuove opportunità di sviluppo professionale, sia nel senso del potenziamento e del consolidamento delle competenze sia in quello dell'ampliamento e della diversificazione delle esperienze.

La risorsa informatica riveste particolare rilievo per la Banca in relazione al ruolo istituzionale svolto come banca centrale, organo di Vigilanza e nel sistema dei pagamenti. Nel 2006 la spesa informatica sostenuta è riconducibile a due grandi filoni: la gestione del patrimonio tecnologico esistente (con riferimento sia alle applicazioni sia alle dotazioni) per garantire elevati livelli di servizio; lo sviluppo di nuovi sistemi informativi e delle relative infrastrutture, per venire incontro alla crescente domanda esterna e interna.

Sono stati ultimati alcuni progetti di rilievo, tra i quali quello avente lo scopo di consentire l'utilizzo dei prestiti bancari a garanzia delle operazioni di politica monetaria nonché quello che ha introdotto dal 1° gennaio 2007 l'*economic approach* nella contabilità della Banca. Quest'ultimo comporta la determinazione e la scritturazione su base giornaliera delle componenti economiche relative agli strumenti finanziari in valuta che maturano col decorso del tempo. È in via di completamento il nuovo sistema di regolamento lordo TARGET2, che migliorerà l'efficienza e la sicurezza dei pagamenti nell'area dell'euro. Nel campo del servizio di Tesoreria statale, che si avvale di modalità telematiche, il Sistema informativo delle operazioni degli enti pubblici (Siope) - gestito dalla Banca - offre un efficiente strumento di monitoraggio della finanza pubblica centrale e locale.

Gli investimenti sostenuti sulle piattaforme elaborative centrali hanno permesso di realizzare infrastrutture che si connotano per elevati livelli di prestazioni, sicurezza e continuità di servizio.

Significativi investimenti sono stati sostenuti, nel periodo più recente, per i servizi internet, la gestione documentale, la disponibilità di dati per l'operatività, l'analisi e lo studio.

Una quota dell'intera spesa informatica è assorbita dal complesso di attività finalizzate al consolidamento e al presidio dei sistemi informativi esistenti. Le funzioni aziendali hanno usufruito in misura crescente di nuove tecnologie.

Il valore di bilancio del patrimonio immobiliare dell'Istituto ammontava, alla fine del 2006, a 3.615 milioni di euro; di questi, 490 milioni si riferivano a immobili detenuti a investimento degli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale.

Nel corso del 2006 le principali iniziative hanno riguardato il riassetto logistico delle strutture operanti nell'area romana; l'adeguamento normativo degli edifici e dei relativi impianti alla prevenzione dei rischi; il rafforzamento delle infrastrutture a presidio della sicurezza anticrimine; la verifica dell'adeguatezza antisismica degli edifici della Banca. Prosegue la dismissione degli immobili non più adibiti alle attività istituzionali.

La circolazione monetaria

Nell'ambito dell'Eurosistema la Banca partecipa alle attività di studio e di sperimentazione di nuove caratteristiche di sicurezza delle banconote e concorre alla definizione di indirizzi comuni in tema di qualità della circolazione e di contrasto delle contraffazioni.

Nel corso del 2006 la Banca d'Italia ha prodotto 1,2 miliardi di banconote, nei tagli da 20, 50 e 100 euro. Ha immesso in circolazione 2,1 miliardi di banconote, per un valore di 85,8 miliardi di euro. Il flusso di rientro nelle casse dell'Istituto ha riguardato 1,9 miliardi di banconote, pari a 69,1 miliardi di euro, sottoposte in massima parte a procedura di selezione automatica presso le Filiali.

La crescente domanda di banconote, la necessità della sostituzione dei biglietti logori e, a partire dalla fine del decennio in corso, la graduale emissione della seconda serie dell'euro comporteranno nei prossimi anni un significativo incremento dei livelli produttivi. Tali fattori hanno richiesto l'adozione di misure a carattere strutturale volte a incrementare la capacità produttiva dello stabilimento.

Alla fine del 2006 l'ammontare complessivo delle banconote in circolazione era pari a 119,7 miliardi di euro (19,1 per cento della circolazione complessiva dell'Eurosistema), con un aumento del 16,2 per cento rispetto alla consistenza della fine del 2005 (103,0 miliardi); l'importo iscritto in bilancio era pari a 105,5 miliardi di euro e rappresentava la quota della circolazione complessiva dell'Eurosistema nozionalmente attribuita alla Banca d'Italia (16,8 per cento).

Le risorse finanziarie

L'ordinamento assegna alla Banca la proprietà delle riserve ufficiali del Paese. Queste consentono di effettuare il servizio del debito in valuta della Repubblica, nonché di adempiere a impegni nei confronti di organismi internazionali, come il Fondo monetario internazionale (FMI). Inoltre, essendo le riserve nazionali parte integrante di quelle dell'Eurosistema, il loro livello complessivo e la loro corretta gestione contribuiscono alla salvaguardia della credibilità del Sistema europeo di banche centrali.

Per assicurare l'efficace svolgimento dei compiti istituzionali, le riserve valutarie sono gestite con l'obiettivo di garantire elevati livelli di liquidità e di sicurezza, avendo riguardo alla massimizzazione del rendimento atteso nel lungo periodo.

Al 31 dicembre 2006 il controvalore in euro delle riserve auree e di quelle valutarie era pari a 62,7 miliardi rispetto ai 60,4 dell'anno precedente; la crescita riflette principalmente l'incremento del prezzo dell'oro (+11 per cento). La diminuzione del controvalore delle riserve valutarie è dovuta alla riduzione delle attività nette verso il Fondo monetario internazionale e al deprezzamento del dollaro statunitense e dello yen nei confronti dell'euro; la diminuzione è stata solo in parte compensata dalle plusvalenze sulle sterline.

Le riserve sono investite essenzialmente in obbligazioni, depositi e operazioni temporanee in titoli; una parte è impiegata sui mercati internazionali dei futures.

L'Ufficio italiano dei cambi (UIC) gestisce una quota delle riserve valutarie operando in nome e per conto della Banca: alla fine del 2006, deteneva riserve in dollari per un controvalore di 8,8 miliardi di euro e in yen per 1,4 miliardi.

Il controllo del rischio di mercato si basa sulla definizione di portafogli di riferimento (*benchmark*) che riflettono le preferenze di medio-lungo periodo in termini di rischio-rendimento determinati sulla base di indicatori quali il *Value at risk* (VaR) e la

durata finanziaria. I *benchmark*, unitamente ai margini di azione consentiti alle Unità che gestiscono le riserve, sono approvati dal Direttorio.

Tavola 19.2

Composizione delle riserve (1)
(milioni di euro)

	2006	2005
Dollari statunitensi	14.759	15.500
Sterline inglesi	6.363	6.069
Yen giapponesi	2.087	2.354
Franchi svizzeri	822	495
Altre valute	1	1
Oro	38.050	34.279
Attività nette verso l'FMI (inclusi DSP)	640	1.660
Totale	**62.722**	**60.358**

(1) Le riserve sono valutate ai cambi e ai prezzi di mercato.

Il rischio di credito è controllato mediante un esame preventivo della solidità delle controparti ammesse; sono inoltre imposti limiti massimi per emittenti, controparti e strumenti finanziari.

La Banca detiene anche un portafoglio finanziario la cui composizione riflette combinazioni di rischio-rendimento definite con una prospettiva di lungo periodo e sulla base di criteri prudenziali.

Alla fine del 2006 il valore di bilancio del portafoglio era di 86,7 miliardi, rispetto ai 70,3 miliardi del 2005; l'aumento è stato concentrato nella componente relativa ai titoli di Stato.

L'iscrizione dei titoli nel comparto immobilizzato o in quello da negoziazione è stabilita dal Consiglio Superiore. La parte preponderante del portafoglio titoli (89 per cento) è iscritta nel comparto immobilizzato e quindi, conformemente ai criteri contabili dell'Eurosistema, è valutata al costo. Qualora tutti gli strumenti finanziari quotati fossero valutati ai prezzi di mercato, il valore del portafoglio sarebbe pari a 89 miliardi.

Il portafoglio include anche gli investimenti detenuti a fronte di fondi e riserve patrimoniali e a garanzia del trattamento di quiescenza per il personale assunto prima del 28 aprile 1993.

La Banca gestisce anche gli investimenti del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Le componenti relative agli impieghi e al patrimonio di destinazione sono iscritte nel bilancio della Banca; il Fondo costituisce un patrimonio separato sotto il profilo amministrativo e contabile. Gli investimenti vengono effettuati rispettando dei benchmark *di riferimento. Al 31 dicembre 2006 il patrimonio netto del Fondo era pari a 83 milioni. La misurazione dei rendimenti delle attività e dell'esposizione al rischio avviene quotidianamente.*

Il portafoglio complessivo della Banca è investito principalmente in strumenti obbligazionari (titoli di Stato italiani e di altri paesi dell'area dell'euro, titoli della Banca europea degli investimenti - BEI) e azioni (in prevalenza quotate nell'area dell'euro); sono esclusi investimenti in azioni bancarie. Nell'ultima parte del 2006 sono state ac-

quistate quote di Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) specializzati in investimenti azionari.

La gestione degli investimenti è soggetta al divieto di finanziamento monetario agli Stati membri o istituzioni pubbliche dell'area dell'euro; non vengono quindi acquistati titoli della specie in emissione. Sono inoltre utilizzati metodi operativi che non interferiscono sul processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

Tavola 19.3

Composizione del portafoglio finanziario
(milioni di euro)

	2006	2005
Titoli di Stato	78.391	62.830
Azioni e partecipazioni	7.783	6.988
Obbligazioni convertibili e warrant	47	48
Altre obbligazioni	337	339
Quote di OICR	100	–
Operazioni pronti contro termine in titoli	–	110
Totale	**86.658**	**70.315**

L'esposizione al rischio di mercato è controllata sulla base di vari indicatori, tra cui il VaR e, per la componente obbligazionaria, la durata finanziaria per fasce annue di vita residua. La scelta degli investimenti persegue obiettivi di diversificazione geografica e settoriale. In tale ottica, nel corso del 2006 è proseguito l'investimento in titoli di altri paesi dell'area dell'euro e sono state vendute azioni di alcuni comparti.

Le attività finanziarie detenute da una banca centrale, e in particolare le riserve valutarie, determinano una elevata esposizione ai rischi di mercato. Per tale motivo, i criteri contabili dell'Eurosistema sono improntati al principio della prudenza. In particolare, le plusvalenze da valutazione non confluiscono nel conto economico ma vanno ad alimentare specifici conti di rivalutazione; le minusvalenze che non trovano copertura nelle pregresse rivalutazioni sono invece imputate al conto economico. A ulteriore presidio della stabilità aziendale è posto il fondo rischi generali che può essere utilizzato per coprire perdite legate alla complessiva attività dell'Istituto. L'alimentazione e l'utilizzo del fondo sono deliberati dal Consiglio Superiore.

Sintesi delle risultanze di bilancio

La situazione patrimoniale si è chiusa con un totale di 218.557 milioni, superiore di 33.528 milioni a quello del 2005 (185.029 milioni). L'aumento delle attività fruttifere (titoli in euro e crediti intra Eurosistema legati all'operatività del sistema di regolamento TARGET) è da porre in relazione all'incremento delle banconote in circolazione, dei depositi della pubblica Amministrazione e di quelli per riserva obbligatoria.

Alla fine del 2006 i conti di rivalutazione, che accolgono le plusvalenze non realizzate su oro, titoli e valute, ammontano a 23.446 milioni; di questi 18.629 milioni si riferiscono all'oro, 4.346 ai titoli in euro e 471 alle riserve valutarie.

Tavola 19.4

Sintesi delle risultanze di bilancio - Schema riclassificato (1)
(milioni di euro)

VOCI	Aggregati patrimoniali	Conto economico			
		Interessi	*Risultati realizzati e svalutazioni*	*Altre componenti reddituali*	*Contributo all'utile*
ESERCIZIO 2006					
Oro	38.050				
Posizione in valuta estera	24.672	*1.041*	*-354*		*687*
Portafoglio finanziario	87.643	*3.000*	*131*		*3.131*
Rifinanziamento a istitutioni creditizie	20.957	*536*			*536*
Crediti netti intra Eurosistema	15.910	*746*			*746*
Banconote in circolazione	105.519				
Depositi per riserva obbligatoria	17.157	*-504*			*-504*
Depositi della pubblica amministrazione	22.945	*-1.172*			*-1.172*
Conti di rivalutazione	23.446				
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	31.095				
Altre rendite nette		*28*		*79*	*107*
Costi operativi e altre spese				*-1.768*	*-1.768*
Sopravvenienze e insussistenze				*2*	*2*
Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)		*-434*	*-132*		*-566*
Formazione del RISULTATO LORDO		***3.241***	***-355***	***-1.687***	***1.199***
Accantonamento al fondo rischi generali				*-396*	*-396*
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive				*-669*	*-669*
Formazione dell'UTILE NETTO		***3.241***	***-355***	***-2.752***	**134**
ESERCIZIO 2005					
Oro	34.279				
Posizione in valuta estera	26.079	*780*	*358*		*1.138*
Portafoglio finanziario	71.300	*2.539*	*659*		*3.198*
Rifinanziamento a istitutioni creditizie	21.277	*430*			*430*
Crediti netti intra Eurosistema	6.715	*590*			*590*
Banconote in circolazione	94.934				
Depositi per riserva obbligatoria	11.451	*-333*			*-333*
Depositi della pubblica amministrazione	14.663	*-975*			*-975*
Conti di rivalutazione	20.600				
Capitale, riserve, fondi e accantonamenti	30.524				
Altre rendite nette		*28*		*57*	*85*
Costi operativi e altre spese				*-1.664*	*-1.664*
Sopravvenienze e insussistenze				*56*	*56*
Attribuzione riserve statutarie (art. 40 Statuto)		*-434*	*-403*		*-837*
Formazione del RISULTATO LORDO		***2.625***	***614***	***-1.551***	***1.688***
Accantonamento al fondo rischi generali				*-703*	*-703*
Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive				*-935*	*-935*
Formazione dell'UTILE NETTO		***2.625***	***614***	***-3.189***	**50**

(1) I dati di bilancio sono di fine periodo. Lo schema è riclassificato come segue: la posizione in valuta include i titoli e le altre attività in valuta (voci 2, 3 dell'attivo) al netto delle passività (6,7,8 del passivo); il portafoglio finanziario include titoli obbligazionari, azioni e partecipazioni e altre attività finanziarie in euro e in valuta, allocate nelle voci 6, 7, 8, 11.3 e 11.4 dell'attivo. Comprende inoltre la partecipazione al capitale della BCE (voce 9.1) e il fondo di dotazione dell'UIC (11.2); i crediti intra Eurosistema (voce 9.4 dell'attivo) sono esposti al netto del debito relativo alla correzione della circolazione (9.2 del passivo); con riferimento agli aggregati patrimoniali che includono azioni e partecipazioni, la colonna *Interessi* accoglie anche i dividendi; il risultato da tariffe e commissioni, la redistribuzione del reddito monetario e gli altri utilizzi dei fondi vengono inclusi nelle *Altre rendite nette*.

L'utile lordo del 2006, prima dell'accantonamento al fondo rischi generali nonché delle imposte, è stato pari a 1.199 milioni (1.688 nel 2005). Il risultato tiene conto della circostanza per cui, come previsto dallo Statuto della Banca, il rendimento degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria (566 milioni) non concorre alla formazione dell'utile in quanto assegnato alle riserve stesse.

La flessione di 489 milioni rispetto al 2005 dipende dall'andamento dei risultati della negoziazione e della valutazione di titoli e divise (in diminuzione per 969 milioni, da un valore positivo di 614 rilevato nel 2005 a uno negativo di 355 nel 2006); è migliorata, invece, da 2.625 a 3.241 milioni la redditività ordinaria della Banca (margine di interesse e dividendi).

In particolare:

- *gli utili in cambi sono diminuiti di 463 milioni. Nel 2005 erano stati rilevati utili consistenti grazie alla vendita di attività in dollari statunitensi nell'ambito di un'azione di ricomposizione delle riserve valutarie in favore delle attività denominate in sterline inglesi;*
- *i risultati della negoziazione di titoli si sono ridotti di 289 milioni. Gli utili del 2005 erano scaturiti dalla cessione di azioni iscritte nel comparto non immobilizzato;*
- *le svalutazioni derivanti dall'andamento dei cambi sono aumentate di 230 milioni, principalmente a causa del deprezzamento dello yen nei confronti dell'euro. Il deprezzamento del dollaro non ha prodotto effetti sul conto economico in quanto le svalutazioni hanno trovato copertura nel conto di rivalutazione alimentato alla fine del 2005;*
- *il positivo andamento del margine di interesse (+613 milioni) è scaturito dal rialzo dei tassi di interesse e dalla maggiore consistenza delle attività fruttifere consentita dal significativo incremento delle banconote in circolazione nell'Eurosistema (in media +11 per cento rispetto al 2005);*
- *nell'ambito dei costi operativi sono cresciute le spese per pensioni e indennità di fine rapporto (+104 milioni) in relazione al più elevato numero di cessazioni rilevato nel 2006. Sono diminuiti gli ammortamenti (-60 milioni), in quanto dal 2006 i terreni su cui sono costruiti i fabbricati dell'Istituto non sono più ammortizzati;*
- *hanno mostrato una riduzione le sopravvenienze attive (-53 milioni), che nell'esercizio precedente includevano quelle derivanti dalla riduzione del fondo imposte attuata per il venir meno di rischi di eventuali contenziosi tributari.*

A valere sul risultato lordo (1.199 milioni), il Consiglio Superiore ha deliberato un accantonamento di 396 milioni al fondo rischi generali. È proseguito quindi il reintegro, già avviato nel 2005 (703 milioni), dei fondi rischi, utilizzati per 4 miliardi nel triennio 2002-04 per fronteggiare rilevanti minusvalenze.

Tenendo conto delle imposte di competenza dell'esercizio (669 milioni), l'utile netto del 2006 è stato pari a 134 milioni, con un aumento di 84 milioni rispetto al 2005.

Eventi successivi alla chiusura del bilancio

Il 1° gennaio 2007 è entrato in vigore l'atto di indirizzo della BCE n. 16 del 2006 che sostituisce le precedenti norme contabili (atto di indirizzo n. 10 del 2002). Le principali novità riguardano il trattamento delle opzioni e l'introduzione del principio contabile dell'*economic approach*. Quest'ultimo comporta la determinazione e la scritturazione su base giornaliera delle componenti economiche relative agli strumenti finanziari in valuta che maturano col decorso del tempo.

Dal 2007 le banche centrali di Bulgaria e Romania sono entrate a far parte del SEBC; di conseguenza si è modificata la quota del capitale della BCE sottoscritta da ciascuna banca centrale nazionale. La quota della Banca d'Italia è passata dal 13,0516 al 12,5297 per cento; ciò ha comportato la riduzione della partecipazione (da 726 a 722 milioni) e del credito corrispondente alle riserve valutarie conferite alla BCE (da 7.263 a 7.218 milioni).

Inoltre, in relazione all'adozione dell'euro, la banca centrale di Slovenia è entrata a far parte dell'Eurosistema.

La quota di partecipazione della Banca d'Italia al capitale della BCE, considerando i soli paesi aderenti all'Eurosistema, è diminuita dal 18,2563 al 18,0260 per cento. Tale percentuale è utilizzata nei rapporti finanziari tra la Banca e le altre banche centrali dell'Eurosistema, come, ad esempio, nel caso della distribuzione dell'utile netto della BCE.

Nel portafoglio finanziario a investimento delle riserve statutarie è stata avviata l'operatività in *exchange-traded fund* (ETF) denominati in dollari; il rischio di cambio è fronteggiato attraverso operazioni a termine in valuta.

Il 30 aprile 2007 i tassi di cambio del dollaro, della sterlina e dello yen nei confronti dell'euro sono risultati pari, rispettivamente, a 1,3605, 0,6827 e 162,82 evidenziando un deprezzamento rispetto ai valori della fine del 2006 (1,3170 il cambio del dollaro, 0,6715 quello della sterlina e 156,93 quello dello yen).

SITUAZIONE PATRIMONIALE
E CONTO ECONOMICO
al 31 dicembre 2006

SITUAZIONE PATRIMONIALE

ATTIVO	Importi in unità di euro 2006	2005
1 ORO E CREDITI IN ORO	**38.049.713.505**	**34.279.174.572**
2 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	**19.482.921.483**	**21.626.458.133**
2.1 crediti verso l'FMI	1.442.125.295	2.510.117.195
2.2 titoli (non azionari)	14.066.133.147	14.920.468.682
2.3 conti correnti e depositi	3.844.246.298	4.191.899.816
2.4 operazioni temporanee	127.073.842	–
2.5 altre attività	3.342.901	3.972.440
3 ATTIVITÀ IN VALUTA ESTERA VERSO RESIDENTI NELL'AREA EURO	**6.856.912.396**	**6.929.534.590**
3.1 controparti finanziarie	6.856.912.396	6.929.534.590
3.1.1 titoli (non azionari)	*2.279.590.337*	*3.244.517.458*
3.1.2 operazioni temporanee	–	–
3.1.3 altre attività	*4.577.322.059*	*3.685.017.132*
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	**20.956.791.709**	**21.276.759.750**
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	20.568.371.845	21.072.514.723
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	388.360.223	204.185.386
5.3 operazioni temporanee di *fine-tuning*	–	–
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	–	–
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	–	–
5.6 crediti connessi a richieste di margini	59.641	59.641
6 ALTRI CREDITI VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO	**10.256.392**	**115.111.983**
7 TITOLI EMESSI DA RESIDENTI NELL'AREA EURO (non azionari)	**1.977.265.298**	**1.939.412.655**
8 CREDITI VERSO LA PUBBLICA AMMINISTRAZIONE	**18.251.848.454**	**18.405.970.514**
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	**30.845.236.993**	**15.541.738.332**
9.1 partecipazione al capitale della BCE	726.278.371	726.278.371
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.262.783.715	7.262.783.715
9.3 crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	–	–
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	22.856.174.907	7.552.676.246
10 PARTITE DA REGOLARE	**7.715.584**	**1.137.334**
11 ALTRE ATTIVITÀ	**82.117.970.342**	**64.914.149.535** (1)
11.1 cassa	29.749.139	36.418.012
11.2 fondo di dotazione dell'UIC	258.228.450	258.228.450
11.3 attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	32.763.192.064	29.531.670.162
11.4 altre attività finanziarie	33.699.788.659	20.362.109.201
11.5 immobilizzazioni immateriali	30.969.284	27.865.779
11.6 immobilizzazioni materiali	3.856.918.157	3.989.568.125
11.7 ratei e risconti	1.199.375.024	758.581.472
11.8 imposte differite attive	7.696.395.078	7.961.476.337
11.9 diverse	2.583.354.487	1.988.231.997
TOTALE	**218.556.632.156**	**185.029.447.398**
13 CONTI D'ORDINE	**277.230.077.095**	**267.831.272.348**

(1) In relazione alle modifiche apportate allo schema, gli importi del 2005 sono stati riclassificati.

IL RAGIONIERE GENERALE: Anna Maria Tarantola **IL GOVERNATORE:** Mario Draghi

Verificato conforme ai libri di contabilità il 24 aprile 2007.
I SINDACI: Giuseppe Bruni, Enrico Nuzzo, Angelo Provasoli, Massimo Stipo, Gianfranco Zanda

SITUAZIONE PATRIMONIALE

PASSIVO	Importi in unità di euro 2006	2005
1 BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE	**105.519.190.400**	**94.933.679.360**
2 PASSIVITÀ VERSO ISTITUZIONI CREDITIZIE DELL'AREA EURO RELATIVE A OPERAZIONI DI POLITICA MONETARIA	**17.158.916.950**	**11.452.935.348**
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	17.156.764.192	11.451.124.748
2.2 depositi *overnight*	2.152.758	1.810.600
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	**22.963.778.039**	**14.707.403.877**
4.1 pubblica Amministrazione	22.944.941.571	14.662.533.655
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*22.294.785.953*	*14.405.375.705*
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	*552.944.403*	*166.396.749*
4.1.3 altre passività	*97.211.215*	*90.761.201*
4.2 altre controparti	18.836.468	44.870.222
5 PASSIVITÀ VERSO NON RESIDENTI NELL'AREA EURO	**88.448.209**	**91.029.853**
5.1 debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	56.943.430	49.667.292
5.2 altre passività	31.504.779	41.362.561
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	**866.140.753**	**1.627.000.102**
7.1 depositi e conti correnti	10.207.047	11.248.769
7.2 altre passività	855.933.706	1.615.751.333
8 ASSEGNAZIONI DI DSP DA PARTE DELL'FMI	**801.859.840**	**849.833.760**
9 RAPPORTI CON LA BCE E CON LE ALTRE BANCHE CENTRALI DELL'AREA EURO	**14.208.918.325**	**8.100.701.800**
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	14.208.918.325	8.100.701.800
9.3 altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	–	–
10 PARTITE DA REGOLARE	**28.549.723**	**29.975.193**
11 ALTRE PASSIVITÀ	**2.246.189.431**	**2.062.697.836** (1)
11.1 vaglia cambiari	712.604.755	614.082.157
11.2 ratei e risconti	70.650.030	51.313.428
11.3 diverse	1.462.934.646	1.397.302.251
12 ACCANTONAMENTI	**6.392.202.181**	**6.753.370.840**
12.1 fondi rischi specifici	722.303.819	1.088.394.839
12.2 accantonamenti diversi per il personale	5.669.898.362	5.664.976.001
13 CONTI DI RIVALUTAZIONE	**23.446.340.100**	**20.600.378.145**
14 FONDO RISCHI GENERALI	**7.931.281.997**	**7.535.281.997**
15 CAPITALE E RISERVE	**16.771.058.495**	**16.234.874.914**
15.1 capitale sociale	156.000	156.000
15.2 riserve ordinaria e straordinaria	11.229.489.963	10.693.306.382
15.3 altre riserve	5.541.412.532	5.541.412.532
16 UTILE NETTO DA RIPARTIRE	**133.757.713**	**50.284.373**
TOTALE	**218.556.632.156**	**185.029.447.398**
18 CONTI D'ORDINE	**277.230.077.095**	**267.831.272.348**

(1) In relazione alle modifiche apportate allo schema, gli importi del 2005 sono stati riclassificati.

IL RAGIONIERE GENERALE: Anna Maria Tarantola

IL GOVERNATORE: Mario Draghi

Verificato conforme ai libri di contabilità il 24 aprile 2007.

I SINDACI: Giuseppe Bruni, Enrico Nuzzo, Angelo Provasoli, Massimo Stipo, Gianfranco Zanda

CONTO ECONOMICO

	VOCI	Importi in unità di euro 2006	2005 (1)
1.1	Interessi attivi	4.532.871.215	3.415.756.685
1.2	Interessi passivi	-1.964.597.977	-1.424.252.480
1	**Interessi attivi netti**	**2.568.273.238**	**1.991.504.205**
2.1	Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie	-22.829.793	471.821.309
2.2	Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	-338.088.738	-118.681.241
2.3	Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	-396.000.000	-703.000.000
2	**Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi**	**-756.918.531**	**-349.859.932**
3.1	Tariffe e commissioni attive	26.000.806	24.345.967
3.2	Tariffe e commissioni passive	-21.746.321	-24.024.244
3	**Risultato netto da tariffe e commissioni**	**4.254.485**	**321.723**
4	**Rendite da partecipazioni**	**1.159.158**	**798.161**
5	**Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario**	**15.429.612**	**6.350.235**
6.1	Interessi attivi	807.169.960	757.309.399
6.2	Dividendi da azioni e partecipazioni	297.743.456	309.164.460
6.3	Utili, perdite e svalutazioni	137.763.645	663.438.665
6.4	Altre componenti	2.063	–
6	**Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi**	**1.242.679.124**	**1.729.912.524**
7	**Altri utilizzi dei fondi**	**6.289.483**	**4.407**
8	**Altre rendite**	**52.436.053**	**51.044.958**
	TOTALE RENDITE NETTE	**3.133.602.622**	**3.430.076.281**
9	**Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie** (2)	**-565.539.832**	**-836.722.624**
10.1	Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (3)	-633.760.260	-604.835.746
10.2	Altre spese relative al personale	-44.798.525	-42.604.292
10.3	Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	-101.855.098	-97.295.981
10.4	Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	-367.992.108	-264.102.724
10.5	Compensi per organi collegiali centrali e periferici	-1.826.233	-2.635.975
10.6	Spese di amministrazione	-402.894.351	-378.148.321
10.7	Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	-194.270.409	-254.242.306
10.8	Costi per servizi di produzione di banconote	–	–
10.9	Altre spese	-20.198.814	-20.213.731
10	**Spese e oneri diversi**	**-1.767.595.798**	**-1.664.079.076**
11	**Altri accantonamenti ai fondi**	**–**	**–**
12.1	Sopravvenienze attive e insussistenze del passivo	6.043.939	59.280.441
12.2	Sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo	-3.837.577	-3.767.677
12	**Sopravvenienze e insussistenze**	**2.206.362**	**55.512.764**
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	**802.673.354**	**984.787.345**
13	**Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive**	**-668.915.641**	**-934.502.972**
	UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	**133.757.713**	**50.284.373**

(1) In relazione alle modifiche apportate allo schema, gli importi del 2005 sono stati riclassificati. – (2) Effettuata a norma dell'art. 40 dello Statuto. – (3) Il numero medio dei dipendenti in servizio nel 2006 è stato pari a 7.868 (8.027 nel 2005).

RIPARTO DELL'UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO		Importi in unità di euro
ALLA RISERVA ORDINARIA		**26.751.543**
ALLA RISERVA STRAORDINARIA		**26.751.543**
AI PARTECIPANTI: 6% DEL CAPITALE		**9.360**
ULTERIORE 4% DEL CAPITALE		**6.240**
ALLO STATO		**80.239.027**
	TOTALE	**133.757.713**

IL RAGIONIERE GENERALE: Anna Maria Tarantola

IL GOVERNATORE: Mario Draghi

Verificato conforme ai libri di contabilità il 24 aprile 2007.

I SINDACI: Giuseppe Bruni, Enrico Nuzzo, Angelo Provasoli, Massimo Stipo, Gianfranco Zanda

Tavola 19.5

Prospetto analitico delle voci di situazione patrimoniale
(migliaia di euro)

	ATTIVO	2006	2005	Variazioni
1	**Oro e crediti in oro**	**38.049.714**	**34.279.175**	**3.770.539**
2	**Attività in valuta estera verso non residenti nell'area euro**	**19.482.922**	**21.626.458**	**-2.143.536**
2.1	crediti verso l'FMI	1.442.125	2.510.117	-1.067.992
2.2	titoli (non azionari)	14.066.133	14.920.469	-854.336
2.3	conti correnti e depositi	3.844.247	4.191.900	-347.653
2.4	operazioni temporanee	127.074	–	127.074
2.5	altre attività	3.343	3.972	-629
3	**Attività in valuta estera verso residenti nell'area euro**	**6.856.912**	**6.929.535**	**-72.623**
3.1	controparti finanziarie	6.856.912	6.929.535	-72.623
	3.1.1 titoli (non azionari)	*2.279.590*	*3.244.518*	*-964.928*
	3.1.2 operazioni temporanee	–	–	–
	3.1.3 altre attività	*4.577.322*	*3.685.017*	*892.305*
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**	**20.956.792**	**21.276.760**	**-319.968**
5.1	operazioni di rifinanziamento principali	20.568.372	21.072.515	-504.143
5.2	operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	388.360	204.185	184.175
5.3	operazioni temporanee di *fine-tuning*	–	–	–
5.4	operazioni temporanee di tipo strutturale	–	–	–
5.5	operazioni di rifinanziamento marginale	–	–	–
5.6	crediti connessi a richieste di margini	60	60	–
6	**Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro**	**10.256**	**115.112**	**-104.856**
7	**Titoli emessi da residenti nell'area euro (non azionari)**	**1.977.265**	**1.939.413**	**37.852**

segue: **Tavola 19.5**

Prospetto analitico delle voci di situazione patrimoniale
(migliaia di euro)

	ATTIVO	2006	2005		Variazioni
8	**Crediti verso la pubblica Amministrazione**	**18.251.848**	**18.405.970**		**-154.122**
	titoli di Stato ricevuti dal concambio ex lege 289/2002	*17.305.955*	*17.410.199*		*-104.244*
	titoli di Stato rivenienti dalle cessate gestioni ammassi	*912.201*	*962.079*		*-49.878*
	poste rivenienti dalle cessate gestioni ammassi - parte non cartolarizzata	*33.692*	*33.692*		–
9	**Rapporti con la BCE e con le altre Banche centrali dell'area euro**	**30.845.237**	**15.541.738**		**15.303.499**
9.1	partecipazione al capitale della BCE	726.278	726.278		–
9.2	crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.262.784	7.262.784		–
9.3	crediti netti derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	–	–		–
9.4	altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	22.856.175	7.552.676		15.303.499
10	**Partite da regolare**	**7.716**	**1.137**		**6.579**
11	**Altre attività**	**82.117.970**	**64.914.149**	(1)	**17.203.821**
11.1	cassa	29.749	36.418		-6.669
11.2	fondo di dotazione dell'UIC	258.228	258.228		–
11.3	attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	32.763.192	29.531.670		3.231.522
	titoli di Stato	*24.495.540*	*22.155.861*		*2.339.679*
	azioni e partecipazioni	*7.782.790*	*6.988.388*		*794.402*
	altre obbligazioni e quote di fondi	*484.862*	*387.421*		*97.441*
11.4	altre attività finanziarie	33.699.789	20.362.109		13.337.680
	titoli di Stato	*33.699.789*	*20.362.109*		*13.337.680*
11.5	immobilizzazioni immateriali	30.969	27.865		3.104
11.6	immobilizzazioni materiali	3.856.918	3.989.568		-132.650
11.7	ratei e risconti	1.199.375	758.582		440.793
11.8	imposte differite attive	7.696.395	7.961.477		-265.082
11.9	diverse	2.583.355	1.988.232		595.123
	altri investimenti a garanzia del TQP	*81.498*	*77.753*		*3.745*
	attività del Fondo pensione complementare	*85.326*	*68.848*		*16.478*
	altre partite	*2.416.531*	*1.841.631*		*574.900*
	Totale	**218.556.632**	**185.029.447**		**33.527.185**

(1) In relazione alle modifiche apportate allo schema, gli importi del 2005 sono stati riclassificati.

segue: **Tavola 19.5**

Prospetto analitico delle voci di situazione patrimoniale
(migliaia di euro)

	PASSIVO	2006	2005	Variazioni
1	**Banconote in circolazione**	**105.519.190**	**94.933.679**	**10.585.511**
2	**Passività verso istituzioni creditizie dell'area euro relative a operazioni di politica monetaria**	**17.158.917**	**11.452.935**	**5.705.982**
2.1	conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	17.156.764	11.451.125	5.705.639
2.2	depositi *overnight*	2.153	1.810	343
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**	**22.963.778**	**14.707.404**	**8.256.374**
4.1	pubblica Amministrazione	22.944.942	14.662.534	8.282.408
	4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*22.294.786*	*14.405.376*	*7.889.410*
	4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	*552.945*	*166.397*	*386.548*
	4.1.3 altre passività	*97.211*	*90.761*	*6.450*
4.2	altre controparti	18.836	44.870	-26.034
5	**Passività verso non residenti nell'area euro**	**88.448**	**91.030**	**-2.582**
5.1	debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	56.943	49.667	7.276
5.2	altre passività	31.505	41.363	-9.858
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**	**866.141**	**1.627.000**	**-760.859**
7.1	depositi e conti correnti	10.207	11.249	-1.042
7.2	altre passività	855.934	1.615.751	-759.817
8	**Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI**	**801.860**	**849.834**	**-47.974**

segue: **Tavola 19.5**

Prospetto analitico delle voci di situazione patrimoniale
(migliaia di euro)

	PASSIVO	2006	2005		Variazioni
9	**Rapporti con la BCE e con le altre Banche centrali dell'area euro**	**14.208.918**	**8.100.702**		**6.108.216**
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	14.208.918	8.100.702		6.108.216
9.3	altre passività nell'ambito dell'Eurosistema (nette)	–	–		–
10	**Partite da regolare**	**28.550**	**29.975**		**-1.425**
11	**Altre passività**	**2.246.189**	**2.062.698**	(1)	**183.491**
11.1	vaglia cambiari	712.605	614.082		98.523
11.2	ratei e risconti	70.650	51.314		19.336
11.3	diverse	1.462.934	1.397.302		65.632
	banconote in lire non ancora presentate per la conversione al netto degli acconti all'Erario	*808.133*	*874.149*		*-66.016*
	passività del Fondo pensione complementare	*85.326*	*68.848*		*16.478*
	altre partite	*569.475*	*454.305*		*115.170*
12	**Accantonamenti**	**6.392.202**	**6.753.371**		**-361.169**
12.1	fondi rischi specifici	722.304	1.088.395		-366.091
	fondo assicurazione danni	*309.874*	*309.874*		–
	fondo imposte	*412.430*	*778.521*		*-366.091*
12.2	accantonamenti diversi per il personale	5.669.898	5.664.976		4.922
	a garanzia del TQP	*5.571.380*	*5.541.101*		*30.279*
	fondo oneri per il personale	*94.546*	*120.300*		*-25.754*
	per TFR del personale a contratto	*1.980*	*1.869*		*111*
	fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	*1.992*	*1.706*		*286*
13	**Conti di rivalutazione**	**23.446.340**	**20.600.378**		**2.845.962**
14	**Fondo rischi generali**	**7.931.282**	**7.535.282**		**396.000**
15	**Capitale e riserve**	**16.771.059**	**16.234.875**		**536.184**
15.1	capitale sociale	156	156		–
15.2	riserve ordinaria e straordinaria	11.229.490	10.693.306		536.184
15.3	altre riserve	5.541.413	5.541.413		–
16	**Utile netto da ripartire**	**133.758**	**50.284**		**83.474**
	Totale	**218.556.632**	**185.029.447**		**33.527.185**

(1) In relazione alle modifiche apportate allo schema, gli importi del 2005 sono stati riclassificati.

Tavola 19.6

Prospetto analitico delle voci di conto economico
(unità di euro)

	VOCI	2006	2005 (1)	Variazioni
1.1	Interessi attivi	4.532.871.215	3.415.756.685	1.117.114.530
	su titoli in euro (2)	*1.893.105.666*	*1.470.369.753*	*422.735.913*
	su operazioni di rifinanziamento	*535.933.773*	*429.950.087*	*105.983.686*
	su saldi intra SEBC	*950.915.721*	*662.194.932*	*288.720.789*
	diversi in euro	*31.797.221*	*30.751.926*	*1.045.295*
	su titoli in valuta (2)	*691.959.763*	*570.186.724*	*121.773.039*
	su oro e altre attività in valuta	*377.807.095*	*176.121.160*	*201.685.935*
	su crediti verso l'FMI	*51.351.976*	*76.182.103*	*-24.830.127*
1.2	Interessi passivi	-1.964.597.977	-1.424.252.480	-540.345.497
	su disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*-1.165.407.874*	*-895.383.789*	*-270.024.085*
	su fondo per l'ammortamento titoli di Stato	*-6.497.976*	*-79.193.375*	*72.695.399*
	su depositi di riserva in conto corrente	*-503.821.741*	*-333.181.256*	*-170.640.485*
	su saldi intra SEBC	*-205.409.296*	*-72.670.210*	*-132.739.086*
	diversi in euro	*-3.056.424*	*-1.838.681*	*-1.217.743*
	su assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	*-30.089.631*	*-21.813.308*	*-8.276.323*
	diversi in valuta	*-50.315.035*	*-20.171.861*	*-30.143.174*
1	**Interessi attivi netti**	**2.568.273.238**	**1.991.504.205**	**576.769.033**
2.1	Utili e perdite realizzati su operazioni finanziarie	-22.829.793	471.821.309	-494.651.102
	utili/perdite da negoziazione titoli in euro	*–*	*-31.489*	*31.489*
	utili/perdite da negoziazione titoli in valuta	*-34.090.025*	*-4.806.337*	*-29.283.688*
	utili/perdite da negoziazione in cambi	*18.107.312*	*481.210.073*	*-463.102.761*
	utili/perdite su contratti derivati	*-7.517.529*	*-4.550.938*	*-2.966.591*
	utili/perdite su altre operazioni in divisa estera	*670.449*	*–*	*670.449*
2.2	Svalutazioni di attività e posizioni finanziarie	-338.088.738	-118.681.241	-219.407.497
	titoli in euro	*-6.611.156*	*-4.642.012*	*-1.969.144*
	titoli esteri	*-44.241.754*	*-56.750.919*	*12.509.165*
	divise estere	*-287.235.828*	*-57.288.310*	*-229.947.518*
2.3	Accantonamenti e utilizzi del fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	-396.000.000	-703.000.000	307.000.000
2	**Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi**	**-756.918.531**	**-349.859.932**	**-407.058.599**
3.1	Tariffe e commissioni attive	26.000.806	24.345.967	1.654.839
3.2	Tariffe e commissioni passive	-21.746.321	-24.024.244	2.277.923
3	**Risultato netto da tariffe e commissioni**	**4.254.485**	**321.723**	**3.932.762**
	Reddito da partecipazione alla BCE	–	–	–
	Reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC	1.159.158	798.161	360.997
4	**Rendite da partecipazioni**	**1.159.158**	**798.161**	**360.997**
	Reddito monetario conferito	-2.713.191.015	-1.783.321.487	-929.869.528
	Reddito monetario redistribuito	2.728.620.627	1.789.671.722	938.948.905
5	**Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario**	**15.429.612**	**6.350.235**	**9.079.377**

(1) In relazione alle modifiche apportate allo schema, gli importi del 2005 sono stati riclassificati. – (2) Comprensivi di premi e sconti.

segue: **Tavola 19.6**

Prospetto analitico delle voci di conto economico
(unità di euro)

	VOCI	2006	2005 (1)	Variazioni
6.1	Interessi attivi (2)	807.169.960	757.309.399	49.860.561
6.2	Dividendi da azioni e partecipazioni	297.743.456	309.164.460	-11.421.004
6.3	Utili, perdite e svalutazioni	137.763.645	663.438.665	-525.675.020
	Utili e perdite da negoziazione e realizzo	*139.612.895*	*676.598.746*	*-536.985.851*
	Svalutazioni	*-1.849.250*	*-13.160.081*	*11.310.831*
6.4	Altre componenti	2.063	–	2.063
6	**Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi**	**1.242.679.124**	**1.729.912.524**	**-487.233.400**
7	**Altri utilizzi dei fondi**	**6.289.483**	**4.407**	**6.285.076**
8	**Altre rendite**	**52.436.053**	**51.044.958**	**1.391.095**
	TOTALE RENDITE NETTE	**3.133.602.622**	**3.430.076.281**	**-296.473.659**
9	**Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie**	**-565.539.832**	**-836.722.624**	**271.182.792**
10.1	Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (3)	-633.760.260	-604.835.746	-28.924.514
10.2	Altre spese relative al personale	-44.798.525	-42.604.292	-2.194.233
10.3	Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	-101.855.098	-97.295.981	-4.559.117
	TQP	*-30.348.782*	*–*	*-30.348.782*
	oneri maturati e non ancora erogati	*-71.005.420*	*-97.059.027*	*26.053.607*
	altri	*-500.896*	*-236.954*	*-263.942*
10.4	Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	-367.992.108	-264.102.724	-103.889.384
10.5	Compensi per organi collegiali centrali e periferici (4)	-1.826.233	-2.635.975	809.742
10.6	Spese di amministrazione	-402.894.351	-378.148.321	-24.746.030
10.7	Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	-194.270.409	-254.242.306	59.971.897
10.8	Costi per servizi di produzione di banconote	–	–	–
10.9	Altre spese	-20.198.814	-20.213.731	14.917
10	**Spese e oneri diversi**	**-1.767.595.798**	**-1.664.079.076**	**-103.516.722**
11	**Altri accantonamenti ai fondi**	**–**	**–**	**–**
12.1	Sopravvenienze attive e insussistenze del passivo	6.043.939	59.280.441	-53.236.502
12.2	Sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo	-3.837.577	-3.767.677	- 69.900
12	**Sopravvenienze e insussistenze**	**2.206.362**	**55.512.764**	**-53.306.402**
	RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	**802.673.354**	**984.787.345**	**-182.113.991**
13	**Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive**	**-668.915.641**	**-934.502.972**	**265.587.331**
	UTILE NETTO DELL'ESERCIZIO	**133.757.713**	**50.284.373**	**83.473.340**

(1) In relazione alle modifiche apportate allo schema, gli importi del 2005 sono stati riclassificati. – (2) Comprensivi di premi e sconti. – (3) Il dato del 2005 non include oneri per 25 milioni accantonati nello scorso anno per la revisione del trattamento economico del personale in relazione al rinnovo degli accordi negoziali. – (4) Comprende i compensi cumulativamente spettanti al Consiglio Superiore e ai Sindaci, pari rispettivamente a 658.560 euro (617.861 nel 2005) e 35.575 euro (35.575 nel 2005), al netto dell'imposta sul valore aggiunto e dei contributi.

NOTA INTEGRATIVA

Principi, criteri e schemi di bilancio

Principi di redazione del bilancio. - Nella redazione del bilancio la Banca d'Italia è tenuta all'osservanza di norme speciali e, per quanto da queste non disciplinato, di quelle civilistiche, avendo presenti, quando del caso, i principi contabili di generale applicazione.

Le norme a cui si fa prioritario riferimento sono rappresentate:

– dal 1° comma dell'articolo 8 del decreto legislativo 10 marzo 1998, n. 43 (Adeguamento dell'ordinamento nazionale alle disposizioni del trattato istitutivo della Comunità europea in materia di politica monetaria e di Sistema europeo delle banche centrali). Esso stabilisce che "nella redazione del proprio bilancio la Banca d'Italia può uniformare, anche in deroga alle norme vigenti, i criteri di rilevazione e di redazione alle disposizioni adottate dalla BCE ai sensi dell'articolo 26.4 dello Statuto del SEBC e alle raccomandazioni dalla stessa formulate in materia. I bilanci compilati in conformità del presente comma, con particolare riguardo ai criteri di redazione adottati, assumono rilevanza anche agli effetti tributari". Tale rilevanza è stata recepita nell'art. 114 del decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo unico delle imposte sui redditi), come modificato dal decreto legislativo 18 novembre 2005, n. 247.

  Le norme emanate dalla BCE sono riportate nell'atto di indirizzo 5 dicembre 2002, n. 10 (ora sostituito dall'atto di indirizzo 10 novembre 2006, n. 16), che contiene disposizioni con prevalente riferimento alle poste di bilancio inerenti all'attività istituzionale del SEBC e raccomandazioni non vincolanti per le altre poste di bilancio. Il Consiglio direttivo della BCE ha inoltre emanato la raccomandazione 8 aprile 1999, n. NP7, concernente il trattamento contabile dei costi sostenuti per la produzione delle banconote.

  Avvalendosi delle facoltà riconosciute dall'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, la Banca applica a tutti gli effetti le norme contabili obbligatorie e le raccomandazioni emanate dalla BCE, ivi incluse quelle riguardanti gli schemi di conto economico in forma scalare e di stato patrimoniale. Quest'ultimo è analogo al modello della situazione mensile dei conti approvato, ai sensi del 2° comma dell'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998, dal Ministro dell'Economia e delle finanze;

– dallo Statuto della Banca (approvato con decreto del Presidente della Repubblica 12 dicembre 2006), che stabilisce particolari criteri di ripartizione dell'utile netto, di formazione di riserve straordinarie e fondi speciali, di destinazione del rendimento degli investimenti delle riserve.

Ai fini della redazione del bilancio, il complesso delle norme sopra richiamate è integrato dalle seguenti disposizioni:

– decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127 (Attuazione delle direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 marzo 1990, n. 69) e successive modificazioni e integrazioni;

– decreto legislativo 27 gennaio 1992, n. 87 (Attuazione della direttiva n. 86/635/CEE, relativa ai conti annuali ed ai conti consolidati delle banche e degli altri istituti finanziari, e della direttiva n. 89/117/CEE, relativa agli obblighi in materia di pubblicità dei documenti contabili delle succursali, stabilite in uno Stato membro, di enti creditizi ed istituti finanziari con sede sociale fuori di tale Stato membro) e successive modificazioni e integrazioni;

– articolo 65 (operazioni sui titoli di Stato) della legge 27 dicembre 2002, n. 289, come modificato dal decreto legge 30 settembre 2005, n. 203, convertito nella legge 2 dicembre 2005, n. 248.

Criteri contabili e di valutazione. – I criteri contabili e di valutazione delle poste di bilancio per l'esercizio 2006 sono riportati di seguito; ove previsto dalla normativa, sono stati concordati con il Collegio sindacale.

ORO, ATTIVITÀ/PASSIVITÀ IN VALUTA, TITOLI

L'oro, le attività e passività in valuta e i titoli utilizzabili in operazioni di politica monetaria sono stati valutati, all'inizio della terza fase della Unione economica e monetaria (1° gennaio 1999), ai prezzi e ai cambi di mercato a quella data, con registrazione delle relative plusvalenze in specifici conti di rivalutazione. Tali plusvalenze vengono trasferite al conto economico, secondo criteri di proporzionalità, in caso di cessioni, di rimborsi ovvero di svalutazioni.

Per l'oro, le plusvalenze ancora esistenti al 30 dicembre 2002 sono state utilizzate in relazione all'operazione di concambio ex *articolo 65, comma 3, della legge 289 del 2002; il costo, valido anche a fini fiscali, è pari al valore iscritto in bilancio al netto del relativo conto di rivalutazione.*

Oro e attività/passività in valuta

– *le consistenze, ivi incluse quelle rappresentate da titoli in divisa, sono valorizzate applicando, per ciascuna valuta e per l'oro, il criterio del "costo medio netto giornaliero", determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE;*
– *l'oro e le attività/passività in valuta sono valutate, ai fini della rappresentazione in bilancio, ai tassi di cambio e al prezzo dell'oro di fine esercizio comunicati dalla BCE; le plusvalenze non realizzate sono imputate al corrispondente conto di rivalutazione, mentre le minusvalenze vengono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico;*
– *la quota di partecipazione al Fondo monetario internazionale (FMI) viene convertita al cambio euro/DSP comunicato dallo stesso Fondo in occasione dell'ultima operazione disposta per la quota in valuta nazionale e al cambio euro/DSP indicato dalla BCE per la rimanente parte.*

Titoli

– *i titoli sono valorizzati, per ciascuna tipologia, in base al criterio del "costo medio giornaliero", determinato secondo le modalità stabilite dalla BCE.*

  Per i titoli obbligazionari si tiene conto della quota del premium/discount (differenza tra il valore di libro e quello di rimborso, da imputare al conto economico – pro rata temporis *secondo una metodologia basata sulla capitalizzazione composta – in relazione alla vita residua del titolo);*
– *la valutazione di fine esercizio 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; per le quote di OICR, al valore di fine esercizio pubblicato dalla società di*

gestione. Le plusvalenze non realizzate vengono appostate nei conti di rivalutazione; le minusvalenze vengono coperte prioritariamente con le pregresse rivalutazioni della stessa tipologia di titolo e per l'eventuale eccedenza sono imputate al conto economico;

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 perdite risultanti dall'ultimo bilancio approvato ovvero situazioni particolari dell'emittente siano tali da far assumere al titolo un valore inferiore al costo.

2. nel caso di titoli immobilizzati: 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. I titoli in divisa estera vengono mantenuti al cambio storico.

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 del 1991.

Il bilancio dell'UIC è allegato a quello della Banca d'Italia a norma dell'art. 4 del decreto legislativo 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 dell'acquisto del bene.

Immobili

– *sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative, maggiorato delle rivalutazioni effettuate a norma di legge. Le quote di ammortamento relative ai fabbricati strumentali per uso istituzionale e a quelli "oggettivamente strumentali" - in quanto non suscettibili di diversa utilizzazione senza radicali trasformazioni - compresi tra gli investimenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale, sono calcolate su base lineare con il coefficiente stabilito dalla BCE, pari al 4 per cento annuo. I terreni non sono ammortizzati.*

Mobili e impianti

– *sono iscritti al costo, comprensivo delle spese incrementative. Le quote di ammortamento vengono calcolate su base lineare e secondo le aliquote prefissate dalla BCE (mobili, impianti e apparecchiature: 10 per cento; computer comprensivi di hardware e software di base, nonché veicoli a motore: 25 per cento).*

IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI

Procedure, studi e progettazioni in corso e acconti

– *sono iscritti al costo di acquisto ovvero al costo di produzione direttamente imputabile.*

Procedure, studi e progettazioni definiti

– *sono iscritti al costo di acquisto o di produzione direttamente imputabile e vengono ammortizzati in base a coefficienti ritenuti congrui con la residua possibilità di utilizzo.*

Oneri pluriennali

– *il software in licenza d'uso è iscritto al costo d'acquisto e ammortizzato con quote costanti in base al periodo di utilizzo contrattualmente stabilito ovvero, per le licenze d'uso concesse a tempo indeterminato o per periodi eccezionalmente lunghi, alla presumibile durata di utilizzo del software;*

– *i costi per l'impianto e l'ampliamento di reti di comunicazione nonché per contributi 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 con il metodo LIFO.

RATEI E RISCONTI

I ratei attivi e passivi accolgono quote di ricavi o di costi di competenza dell'esercizio che avranno manifestazione finanziaria successivamente. I risconti attivi e passivi rappresentano quote di costi o di ricavi di competenza di futuri esercizi che hanno già avuto manifestazione finanziaria.

BANCONOTE IN CIRCOLAZIONE

La BCE e le BCN dell'area dell'euro, che insieme compongono l'Eurosistema, emettono le banconote in euro (Decisione BCE 6 dicembre 2001, n. 15 sulla emissione delle banconote in euro, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee *L 337 del 20.12.2001, pp.52-54, e successive modifiche).*

Con riferimento all'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese l'ammontare complessivo delle banconote in euro in circolazione viene redistribuito sulla base dei criteri di seguito indicati.

Dal 2002 alla BCE viene attribuita una quota pari all'8 per cento dell'ammontare totale delle banconote in circolazione, mentre il restante 92 per cento viene attribuito a ciascuna BCN in misura proporzionale alla rispettiva quota di partecipazione al capitale della BCE (quota capitale). La quota di banconote attribuita a ciascuna BCN è rappresentata nella voce di stato patrimoniale banconote in circolazione. *Sulla base della quota di allocazione, la differenza tra l'ammontare delle banconote attribuito a ciascuna BCN e quello delle banconote effettivamente messe in circolazione dalla BCN considerata dà origine a saldi intra Eurosistema remunerati. Dall'anno del cash changeover e per i successivi cinque anni i saldi intra Eurosistema derivanti dalla allocazione delle banconote sono rettificati al fine di evitare un impatto eccessivo sulle situazioni reddituali delle BCN rispetto agli anni precedenti. Le correzioni sono apportate sulla base della differenza tra l'ammontare medio della circolazione di ciascuna BCN nel periodo di riferimento (dal luglio del 1999 al giugno del 2001 per la Banca d'Italia) e l'ammontare medio della circolazione che sarebbe risultato nello stesso periodo applicando il meccanismo di allocazione basato sulle quote capitale. Gli aggiustamenti sono ridotti anno per anno per cinque esercizi a partire dal cash changeover (1° gennaio 2002 per l'Italia) dopodiché il reddito relativo alle banconote viene integralmente redistribuito in proporzione alle quote, versate, di partecipazione delle BCN al capitale della BCE (Decisione della BCE 6 dicembre 2001, n. 16, sulla distribuzione del reddito monetario delle BCN degli Stati membri partecipanti a partire dall'esercizio 2002, in* Gazzetta ufficiale delle Comunità europee *L 337 del 20.12.2001, pp.55-61, e successive modifiche).*

Gli interessi attivi e passivi maturati 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 a essa attribuite, venga riconosciuto separatamente alle BCN il secondo giorno lavorativo dell'anno successivo a quello di riferimento sotto forma di distribuzione provvisoria di utili (Decisione della BCE 17 novembre 2005, n. 11, in Gazzetta ufficiale delle Comunità europee *L 311 del 26.11.2005, pp.41-42). Tale distribuzione dovrebbe avvenire per l'intero ammontare del reddito da signoraggio, a meno che quest'ultimo non risulti superiore al profitto netto della BCE relativo all'anno considerato o che il Consiglio direttivo della BCE decida di ridurre il reddito da signoraggio a fronte di costi sostenuti per l'emissione e la detenzione di banconote. Il Consiglio direttivo della BCE può altresì decidere di accantonare l'intero reddito in discorso o parte di esso a un fondo destinato a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. Il reddito da signoraggio distribuito dalla BCE è registrato per competenza nell'esercizio cui esso si riferisce, in deroga al criterio di cassa previsto in generale per i dividendi e gli utili da partecipazione. Per l'esercizio 2006 il Consiglio direttivo ha deciso, così come per il 2005, 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 è evidenziato tra le attività o le passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote all'interno dell'Eurosistema.

FONDI RISCHI

Nella determinazione dei fondi rischi si tiene conto della rischiosità insita nei diversi comparti operativi secondo una complessiva valutazione di congruità. La stima della rischiosità relativa alla gestione valutaria e al portafoglio titoli dell'Istituto è effettuata con la metodologia Value at risk *(VaR), avendo anche presente l'entità dei conti di rivalutazione.*

Il fondo rischi generali della Banca fronteggia anche i rischi, non singolarmente determinabili né oggettivamente ripartibili, che riguardano la complessiva attività dell'Istituto.

L'alimentazione e l'utilizzo dei fondi sono deliberati dal Consiglio Superiore.

FONDO IMPOSTE

Il fondo imposte accoglie l'ammontare delle imposte da liquidare (anche differite), determinate sulla base di una realistica previsione degli oneri da sostenere in applicazione della vigente normativa fiscale e di quelli derivanti da eventuali contenziosi tributari.

ACCANTONAMENTI DIVERSI PER IL PERSONALE

- *gli accantonamenti a garanzia del trattamento di quiescenza del personale (TQP) assunto prima del 28 aprile 1993 vengono iscritti in bilancio, a norma dell'art. 3 del relativo Regolamento, per un ammontare che comprende le indennità di fine rapporto maturate alla fine dell'anno, le riserve matematiche per le erogazioni ai pensionati e quelle corrispondenti alla situazione del personale in servizio avente titolo;*
- *il fondo oneri per il personale accoglie la valutazione degli oneri maturati e non ancora erogati alla fine dell'esercizio;*
- *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 ovvero che versa ai fondi solo una quota del trattamento di fine rapporto, sono determinati ai sensi della legge 29 maggio 1982, n. 297.*

Per il personale assunto dal 28 aprile 1993 è istituito un apposito Fondo pensione complementare a contribuzione definita (cfr. Altre voci dell'attivo e del passivo*).*

ALTRE VOCI DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO

I crediti sono indicati al valore di presumibile realizzo, che coincide con quello nominale.

Le imposte differite attive e quelle passive sono iscritte sulla base del presumibile effetto fiscale che si manifesterà nei futuri esercizi. Tra le imposte differite attive sono comprese quelle originate dall'applicazione dell'art. 65, comma 2, della legge 289 del 2002, come modificato dal DL 203 del 2005, convertito nella legge 248 del 2005.

Nell'ambito delle voci altre attività *e* altre passività *sono esposte le componenti relative agli investimenti e al patrimonio di destinazione del Fondo pensione complementare a contribuzione definita, istituito per il personale assunto dal 28 aprile 1993. Per gli impieghi di questo Fondo, rappresentati da strumenti finanziari, la valutazione 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, al netto degli acconti riconosciuti all'Erario ai sensi dell'articolo 87 della legge 289 del 2002.*

Le altre componenti sono esposte al valore nominale.

CONTRATTI FUTURES SU TASSI DI INTERESSE DENOMINATI IN DIVISA ESTERA

I margini iniziali, se costituiti da contante, sono rilevati nello stato patrimoniale tra i crediti in valuta; se costituiti da titoli, nei conti d'ordine. I margini di variazione giornaliera, positivi o negativi, comunicati dal clearer, confluiscono nel conto economico, convertiti al cambio del giorno.

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 futures vengono rilevati sotto la data della contrattazione al valore nozionale.

Le poste in valuta sono convertite al cambio di fine esercizio comunicato dalla BCE.

Modifiche agli schemi di bilancio. – Gli schemi della situazione patrimoniale e del conto economico adottati dalla Banca riflettono nella struttura quelli raccomandati dalla BCE. Inoltre, quello della situazione patrimoniale è utilizzato, con gli opportuni adattamenti, anche per la rendicontazione mensile al Ministero dell'Economia e delle finanze; a tal fine, lo schema, su proposta della Banca, viene approvato con apposito decreto ministeriale, ai sensi dell'art. 8 del D.lgs. 43 del 1998.

Con decreto del 27 dicembre 2006 lo schema è stato modificato con riferimento:

– all'articolazione della voce *altre attività*, attraverso l'istituzione delle nuove sottovoci *altre attività finanziarie* (11.4) e *imposte differite attive* (11.8), destinate ad accogliere, rispettivamente, i titoli immobilizzati diversi da quelli a investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi e le attività per imposte differite, in precedenza contenuti nella sottovoce *diverse*. Inoltre gli *oneri pluriennali* vengono inclusi, per analogia di natura, nella sottovoce *immobilizzazioni immateriali* (11.5);

– alle *altre passività*, dalle quali è stata eliminata la sottovoce *servizi di cassa* per il venir meno della fattispecie.

Lo schema di conto economico è stato aggiornato rispetto al 2005. Le modifiche più significative riguardano:

– le componenti positive e negative derivanti dall'investimento delle riserve, degli accantonamenti e dei fondi, precedentemente incluse nelle *altre rendite* e nelle *altre spese*, che ora vengono esposte come risultato netto in uno specifico margine (*risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*);

– l'*attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie* che viene enucleato dalle *spese e oneri diversi*;

– le *sopravvenienze e insussistenze* che vengono esposte in un apposito margine.

In relazione alle modifiche apportate agli schemi, le voci/sottovoci dello stato patrimoniale e del conto economico del 2005 sono state riclassificate.

Commento

Nella Situazione patrimoniale:

Oro, attività e passività in valuta

Include le riserve auree, le attività e le passività verso il Fondo monetario internazionale, titoli e altre attività nette in valuta rappresentate principalmente da conti correnti, depositi e operazioni temporanee su titoli.

Oro e posizione netta in valuta
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Oro (voce 1)	**38.049.714**	**34.279.175**	**3.770.539**
Attività e passività in valuta	**24.671.833**	**26.079.159**	**-1.407.326**
Attività in valuta	26.339.834	28.555.993	-2.216.159
verso non residenti nell'area euro (incluso l'FMI) (voce 2)	*19.482.922*	*21.626.458*	*-2.143.536*
verso residenti nell'area euro (voce 3)	*6.856.912*	*6.929.535*	*-72.623*
Passività in valuta	1.668.001	2.476.834	-808.833
verso non residenti nell'area euro (voce 7)	*866.141*	*1.627.000*	*-760.859*
assegnazione di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	*801.860*	*849.834*	*-47.974*

Le variazioni sono dovute principalmente alle valutazioni di fine esercizio.

In particolare, l'aumento del valore dell'oro - la cui quantità è rimasta invariata rispetto al 2005 (79 milioni di once pari a 2.452 tonnellate) - è interamente da ascrivere all'apprezzamento del metallo.

L'andamento dei tassi di cambio incide invece negativamente sulla posizione netta in valuta.

Le riserve auree sono valutate al prezzo di mercato della fine dell'esercizio comunicato dalla BCE, espresso in euro per oncia di fino; tale prezzo è ottenuto dalla quotazione dell'oro in dollari stabilita al fixing di Londra del 29 dicembre 2006, convertita al tasso di cambio dell'euro nei confronti del dollaro nel medesimo giorno. Rispetto alla fine del 2005 il metallo si è apprezzato dell'11 per cento (da 434,856 a 482,688 euro per oncia).

I tassi di cambio delle principali valute estere rispetto all'euro evidenziano il deprezzamento del dollaro statunitense (da 1,1797 a 1,3170), dello yen (da 138,9 a 156,93), del franco svizzero (da 1,5551 a 1,6069); si è invece apprezzata la sterlina inglese (da 0,6853 a 0,6715). Si rileva un deprezzamento dei DSP (da 1,2099 a 1,1416 euro per DSP). Sulla base di tali cambi, alla fine dell'esercizio emergono minusvalenze che trovano copertura nel corrispondente conto di rivalutazione per i dollari (1.669 milioni) e per i DSP (127 milioni). Le minusvalenze emerse sugli yen, dopo aver azzerato il corrispondente conto di rivalutazione (che ammontava a 13 milioni), incidono per 258 milioni sul conto economico, dove affluiscono anche le svalutazioni dei franchi svizzeri per 29 milioni. Sulle sterline sono invece emerse plusvalenze (126 milioni) affluite al corrispondente conto di rivalutazione. Dopo le predette variazioni, i conti di rivalutazione riferiti a oro e valute ammontano alla fine del 2006 a 19.076 milioni, di cui 18.629 riferiti all'oro e 447 a dollaro e sterlina (cfr. il commento: Conti di rivalutazione*). I cambi al 30 aprile 2007 delle principali valute sono indicati tra gli* Eventi successivi alla chiusura del bilancio *della* Relazione sulla gestione.

Le attività nette verso l'FMI diminuiscono, oltre che in relazione alla valutazione al cambio di fine esercizio, per effetto:

– di reintegri da parte dei paesi debitori che hanno determinato una riduzione della posizione netta dell'Italia nei confronti del Fondo;

– della diminuzione della partecipazione al prestito per le iniziative rivolte alla riduzione del debito dei paesi poveri (PRGF) in seguito a rimborsi anticipati.

Rapporti con il Fondo monetario internazionale
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Attivo			
Crediti verso l'FMI (sottovoce 2.1)	**1.442.125**	**2.510.117**	**-1.067.992**
a) Posizione netta dell'Italia verso il Fondo	739.920	1.489.391	-749.471
partecipazione	*8.060.994*	*8.525.187*	*-464.193*
disponibilità del Fondo	*-7.321.074*	*-7.035.796*	*-285.278*
b) Partecipazione PRGF	496.007	827.287	-331.280
c) Diritti speciali di prelievo	206.198	193.439	12.759
Passivo			
Assegnazioni di DSP da parte dell'FMI (voce 8)	**801.860**	**849.834**	**-47.974**

L'Italia ha aderito all'FMI nel 1947. In base alla convenzione stipulata con il Ministero del Tesoro, la posizione del Paese nei confronti dell'FMI è rappresentata attualmente nel bilancio della Banca d'Italia. Nel dettaglio:

a) la posizione netta dell'Italia verso il Fondo (reserve tranche position, sottoscritta in oro, DSP e lire) è costituita dalla differenza tra la quota di partecipazione al Fondo dell'Italia (7.055 milioni di DSP, rimasti invariati rispetto al 2005) e le disponibilità del Fondo nel conto intestato allo stesso organismo (6.406 milioni di DSP, 5.825 nel 2005) originariamente alimentate dalla quota di partecipazione sottoscritta in valuta nazionale;

b) la partecipazione ai prestiti per le iniziative rivolte alla riduzione del debito dei paesi poveri (PRGF) riguarda i prestiti a lungo termine concessi a condizioni agevolate a Stati con forte esposizione debitoria nei confronti dell'FMI;

c) i diritti speciali di prelievo della Banca sono stati assegnati dal Fondo in proporzione alla quota di partecipazione dell'Italia. Le assegnazioni ai paesi membri sono iniziate nel 1969; l'ultima è avvenuta nel 1981, portando il totale dei DSP assegnati all'Italia a 702 milioni. I DSP, in relazione a successivi utilizzi, ammontano, alla fine del 2006, a 181 milioni.

Per il menzionato ammontare di 702 milioni di DSP è iscritta nei confronti del Fondo una passività alla voce assegnazioni di DSP da parte dell'FMI.

Titoli in valuta - consistenze e movimenti
(migliaia di euro)

	Consistenze 2005	*Acquisti, vendite e rimborsi*	*Utili e perdite*	*Premi e sconti*	*Altre componenti non realizzate*
non residenti nell'area euro (voce 2)	**14.920.469**	*257.926*	*-33.314*	*202.485*	*127.676*
residenti nell'area euro (voce 3)	**3.244.518**	*-830.322*	*-776*	*79.375*	*36.403*
Totale	**18.164.987**	***-572.396***	***-34.090***	***281.860***	***164.079***

	Rivalutazioni nette (1)		*Svalutazioni* (2)		Consistenze 2006
	da prezzo	*da cambio*	*da prezzo*	*da cambio*	
non residenti nell'area euro (voce 2)	*-167*	*-1.105.895*	*-44.138*	*-258.909*	**14.066.133**
residenti nell'area euro (voce 3)	*183*	*-248.574*	*-104*	*-1.113*	**2.279.590**
Totale	***16***	***-1.354.469***	***-44.242***	***-260.022***	**16.345.723**

(1) Aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico.

Alla fine del 2006 il portafoglio dei titoli in valuta è costituito esclusivamente da obbligazioni, in prevalenza emesse dal Tesoro statunitense e da quello giapponese nonché da organismi internazionali.

Il portafoglio è per il 65 per cento costituito da titoli denominati in dollari statunitensi; per il 21 per cento in sterline inglesi; per il 12 per cento in yen; per la rimanente parte in franchi svizzeri.

Le altre attività in valuta sono composte per la massima parte da depositi a termine (7.118 milioni) e da conti correnti (1.271 milioni), denominati prevalentemente in dollari e sterline; tra le passività, rilevano le operazioni temporanee su titoli (856 milioni).

Operazioni di politica monetaria

Le voci 5 dell'attivo e 2 del passivo riguardano le operazioni effettuate dalla Banca nel quadro della politica monetaria unica dell'Eurosistema.

Operazioni di politica monetaria
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Rifinanziamento a istituzioni creditizie (voce 5)			
5.1 operazioni di rifinanziamento principali	20.568.372	21.072.515	-504.143
5.2 operazioni di rifinanziamento a più lungo termine	388.360	204.185	184.175
5.3 operazioni temporanee di *fine-tuning*	–	–	–
5.4 operazioni temporanee di tipo strutturale	–	–	–
5.5 operazioni di rifinanziamento marginale	–	–	–
5.6 crediti connessi a richieste di margini	60	60	–
Totale	**20.956.792**	**21.276.760**	**- 319.968**
Passività verso istituzioni creditizie (voce 2)			
2.1 conti correnti (inclusa riserva obbligatoria)	17.156.764	11.451.125	5.705.639
2.2 depositi *overnight*	2.153	1.810	343
2.3 depositi a tempo determinato	–	–	–
2.4 operazioni temporanee di *fine-tuning*	–	–	–
2.5 depositi relativi a richieste di margini	–	–	–
Totale	**17.158.917**	**11.452.935**	**5.705.982**

Nel 2006, come nell'esercizio precedente, non si è fatto ricorso a *operazioni temporanee di tipo strutturale*.

Dal lato dell'attivo, la consistenza media delle *operazioni di rifinanziamento principali* passa da 19.527 a 17.638 milioni; quella delle *operazioni di rifinanziamento a più lungo termine* da 844 a 1.102 milioni. Dal lato del passivo, i depositi detenuti dagli istituti di credito per assolvere agli obblighi di riserva risultano in media pari a 17.544 milioni (15.902 nel 2005).

A livello di Eurosistema, l'attuazione della politica monetaria ha richiesto nell'anno 75 operazioni di mercato aperto, delle quali 52 di rifinanziamento principali, 12 di rifinanziamento a più lungo termine, 5 di rifinanziamento per finalità di fine-tuning *e 6 di raccolta di depositi a tempo determinato. Tali ultime due tipologie di operazioni sono state effettuate nell'ultimo giorno del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria.*

Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro

La voce 6 dell'attivo diminuisce di 105 milioni (da 115 a 10) e si riferisce, per la quasi totalità, agli impieghi in depositi overnight connessi con i servizi di gestione delle riserve in euro (Eurosystem Reserve Management Services – ERMS).

Nel 2004 l'Eurosistema ha definito le caratteristiche dei servizi ERMS che le BCN possono offrire, per conto dell'Eurosistema e secondo un quadro di regole e di condizioni economiche armonizzate, a banche centrali e a paesi non appartenenti all'area dell'euro nonché a organizzazioni internazionali. La Banca d'Italia ha avviato l'offerta del servizio dal 1° gennaio del 2005.

Alla fine dell'esercizio risultano azzerati i crediti verso controparti finanziarie per operazioni pronti contro termine su titoli in euro non collegate con la politica monetaria (109 milioni nel 2005); nel corso dell'anno sono state effettuate operazioni di pronti contro termine in euro per un ammontare complessivo medio di 21 milioni.

Portafoglio titoli

Il portafoglio titoli della Banca, oltre ai titoli in valuta compresi nelle attività in divisa estera (voci 2 e 3; cfr. il commento: *Oro, attività e passività in valuta*), comprende le quantità di seguito indicate:

Portafoglio titoli
(migliaia di euro)

		2006	2005	Variazioni
a)	titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.3)	32.763.192	29.531.670	3.231.522
b)	altri titoli in euro (voci 7, 8 e 11.4)	53.895.210	40.673.800	13.221.410
Totale		**86.658.402**	**70.205.470**	**16.452.932**
	di cui: *immobilizzati*	*76.741.091*	*61.255.295*	*15.485.796*
	non immobilizzati	*9.917.311*	*8.950.175*	*967.136*

Nel dettaglio la Banca detiene:

a) titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi, immobilizzati e non immobilizzati, denominati in euro e, in minima parte, in valuta.

Alla fine del 2006 il portafoglio in esame è costituito per il 76 per cento da titoli obbligazionari e per la rimanente parte da azioni, partecipazioni e quote di Organismi di investimento collettivo del risparmio. Gli investimenti azionari riguardano in massima parte titoli quotati.

Le partecipazioni di controllo si riferiscono alla Società italiana di iniziative edilizie e fondiarie spa (SIDIEF) e alla Società per la bonifica dei terreni ferraresi e per imprese agricole spa (tav. 19.7).

Tra le altre partecipazioni sono presenti, nel comparto immobilizzato, le azioni della Banca dei regolamenti internazionali (BRI), espresse in DSP e valutate a prezzi e cambi storici; la partecipazione della Banca in tale organismo è pari al 9,61 per cento;

Tavola 19.7

Partecipazioni in società controllate e collegate (1)

SOCIETÀ	Dati alla fine del 2006				Dati della partecipata relativi all'esercizio 2006		
	Azioni possedute	Partecipazione al capitale %	Valore		Dividendi distribuiti	Patrimonio netto	Utile
			Nominale	Bilancio			
			(migliaia di euro)				
Società Italiana di Iniziative Edilizie e Fondiarie S.p.A. - Milano (Capitale euro 107.000.000 in 107.000 azioni da euro 1.000)	107.000	100,0	107.000	105.600	2.020	133.015	2.244
Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per Imprese Agricole S.p.A. - Roma (Capitale euro 5.793.750 in 5.625.000 azioni da euro 1,03)	3.508.533	62,4	3.614	28.350	450	108.789	524

(1) La colonna *Azioni possedute* comprende tutte le categorie di azioni. La colonna *Partecipazione al capitale* è data dal totale delle azioni possedute diviso il totale delle azioni costituenti il capitale sociale al 31.12.2006. Il *Patrimonio netto* non comprende l'utile dell'esercizio da distribuire agli azionisti.

b) altri titoli in euro obbligazionari:

- non immobilizzati, iscritti nella voce 7 (*titoli emessi da residenti nell'area euro*);
- inseriti nel portafoglio immobilizzato e inclusi nella sottovoce 11.4 (*altre attività finanziarie*). Gli acquisti netti dell'anno hanno riguardato prevalentemente titoli di Stato emessi da altri paesi membri dell'area dell'euro; il portafoglio è costituito per il 69 per cento da titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano e per la restante parte da altri Stati membri dell'area dell'euro;
- immobilizzati, iscritti nella voce 8 (*crediti verso la pubblica Amministrazione*), assegnati all'Istituto in seguito al concambio *ex lege* 289 del 2002 e a fronte delle cessate gestioni degli ammassi obbligatori.

  I titoli di Stato *ex lege* 289 del 2002 sono rappresentati da BTP, emessi a condizioni di mercato, ricevuti nel 2002 in concambio dei titoli di Stato all'1 per cento, in precedenza assegnati alla Banca in conversione del preesistente conto corrente di tesoreria (*ex lege* 26 novembre 1993, n. 483). La riduzione di 104 milioni corrisponde alla rilevazione annua della differenza tra il prezzo di emissione e quello di rimborso (discount).

  I titoli rivenienti dalle cessate gestioni degli ammassi obbligatori sono costituiti da BTP infruttiferi; la diminuzione di 50 milioni è da ascrivere al rimborso annuale dei titoli in scadenza.

Una residua parte (34 milioni) dei crediti per ammassi obbligatori, pure inclusa nella voce 8, risulta non convertita in titoli in quanto la normativa di riferimento subordinava l'emissione degli stessi all'approvazione da parte della Corte dei conti delle rendicontazioni delle gestioni dalle quali traggono origine tali crediti. In seguito ai provvedimenti legislativi intervenuti sulla materia nel corso del 2006, la Banca è in attesa delle determinazioni del Ministero dell'Economia e delle finanze per la definizione delle modalità di rimborso della somma.

Consistenze e movimenti dei titoli in portafoglio
(migliaia di euro)

	Consistenze 2006	Consistenze 2005	Variazioni
Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.3)	**32.763.192**	**29.531.670**	**3.231.522**
non immobilizzati	**7.940.046**	**7.010.762**	**929.284**
di Stato	158.875	122.916	35.959
altre obbligazioni	67.064	68.264	-1.200
azioni e partecipazioni	7.613.984	6.819.582	794.402
– di società ed enti controllati	*26.001*	*22.153*	*3.848*
– di altre società ed enti	*7.587.983*	*6.797.429*	*790.554*
quote di OICR	100.123	–	100.123
immobilizzati	**24.823.146**	**22.520.908**	**2.302.238**
di Stato	24.336.665	22.032.945	2.303.720
altre obbligazioni	317.675	319.157	-1.482
azioni e partecipazioni	168.806	168.806	–
– di società ed enti controllati	*107.949*	*107.949*	–
– di altre società ed enti	*6.309*	*6.309*	–
– di altre società ed enti in valuta	*54.548*	*54.548*	–
Altri titoli in euro	**53.895.210**	**40.673.800**	**13.221.410**
non immobilizzati (voce 7)	**1.977.265**	**1.939.413**	**37.852**
di Stato	1.977.265	1.939.413	37.852
immobilizzati	**51.917.945**	**38.734.387**	**13.183.558**
di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	18.218.156	18.372.278	-154.122
altri di Stato (sottovoce 11.4)	33.699.789	20.362.109	13.337.680
Totale	**86.658.402**	**70.205.470**	**16.452.932**

	Acquisti	*Vendite e rimborsi*	*Utili/ perdite realizzati*	*Premi e sconti*	*Rivalutazioni nette* (1)	*Svalutazioni* (2)
Titoli a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (sottovoce 11.3)	**5.906.586**	**-3.502.507**	**139.613**	**-78.805**	**768.484**	**-1.849**
non immobilizzati	**446.782**	**-423.343**	**139.613**	**-403**	**768.484**	**-1.849**
di Stato	91.799	-55.600	–	-82	12	-170
altre obbligazioni	–	–	–	-321	-518	-361
azioni e partecipazioni	254.983	-367.743	139.613	–	768.867	-1.318
– di società ed enti controllati	–	–	–	–	*3.848*	–
– di altre società ed enti	*254.983*	*-367.743*	*139.613*	–	*765.019*	*-1.318*
quote di OICR	100.000	–	–	–	123	–
immobilizzati	**5.459.804**	**-3.079.164**	**–**	**-78.402**	**–**	**–**
di Stato	5.451.114	-3.067.995	–	-79.399	–	–
altre obbligazioni	8.690	-11.169	–	997	–	–
azioni e partecipazioni	–	–	–	–	–	–
Altri titoli in euro	**15.898.952**	**-2.343.520**	**–**	**-323.753**	**-3.658**	**-6.611**
non immobilizzati (voce 7)	**259.672**	**-200.472**	**–**	**-11.079**	**-3.658**	**-6.611**
di Stato	259.672	-200.472	–	-11.079	-3.658	-6.611
immobilizzati	**15.639.280**	**-2.143.048**	**–**	**-312.674**	**–**	**–**
di Stato da concambio e ammassi (voce 8)	–	-49.878	–	-104.244	–	–
altri di Stato (sottovoce 11.4)	15.639.280	-2.093.170	–	-208.430	–	–
Totale	**21.805.538**	**-5.846.027**	**139.613**	**-402.558**	**764.826**	**-8.460**

(1) Aumento/diminuzione dei conti di rivalutazione. – (2) A carico del conto economico.

Tra i titoli obbligazionari immobilizzati di cui ai punti *a)* e *b)*, sono presenti titoli il cui valore di libro (37.848 milioni) risulta superiore alla valutazione ai prezzi di mercato di fine esercizio (37.501 milioni). I titoli in questione – emessi dallo Stato italiano, da altri Stati dell'area dell'euro e, in misura residuale, da organismi internazionali – sono mantenuti al costo conformemente ai criteri contabili dell'Eurosistema.

Rapporti intra Eurosistema

Sono evidenziati nelle voci 9 dell'attivo e 9 del passivo.

Rapporti con la BCE e con le altre BCN dell'area euro
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
9.1 partecipazione al capitale della BCE	726.278	726.278	–
9.2 crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE	7.262.784	7.262.784	–
9.4 altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)	22.856.175	7.552.676	15.303.499
Totale	**30.845.237**	**15.541.738**	**15.303.499**
9.2 passività nette derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema	14.208.918	8.100.702	6.108.216
Totale	**14.208.918**	**8.100.702**	**6.108.216**

Dal lato dell'attivo:

– al 31 dicembre 2006 restano immutati gli importi della *partecipazione al capitale della BCE* e dei *crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE*;

Sulla base dell'art. 28 dello Statuto del SEBC, le banche centrali nazionali del Sistema sono le sole sottoscrittrici e detentrici del capitale della BCE. Le quote di partecipazione sono fissate sulla base dello schema per la sottoscrizione del capitale della BCE stabilito dall'art. 29 dello Statuto e adeguato con cadenza quinquennale. Il primo adeguamento quinquennale successivo all'istituzione della BCE ha avuto luogo il 1° gennaio 2004; un ulteriore adeguamento è stato effettuato il 1° maggio 2004, ai sensi dell'art. 49.3 dello Statuto, in seguito all'adesione di dieci nuovi paesi all'Unione europea e all'ingresso nel SEBC delle rispettive banche centrali. La quota di partecipazione della Banca d'Italia è pari al 13,0516 per cento del capitale sottoscritto; tenendo conto delle regole che disciplinano il versamento del capitale tra le banche centrali aderenti all'Eurosistema e le altre, la quota di partecipazione della Banca al capitale versato è pari al 31 dicembre 2006 al 18,2563 per cento. Tali percentuali risultano modificate rispettivamente in 12,5297 e in 18,0260 il 1° gennaio 2007 in seguito all'adesione alla UE della Romania e della Bulgaria e all'entrata della Slovenia nell'area dell'euro.

All'avvio della terza fase della UEM, le BCN dell'Eurosistema hanno conferito alla BCE oro, titoli esteri e valute in proporzione alla propria quota di sottoscrizione al capitale della BCE, iscrivendo in contropartita un credito fruttifero denominato in euro (cfr. il commento del conto economico: Interessi attivi netti*).*

– aumentano gli *altri crediti nell'ambito dell'Eurosistema (netti)* che riguardano essenzialmente l'operatività di TARGET. Quest'ultima determina una posizione complessiva creditoria in aumento di 15.178 milioni (da 7.663 a 22.841). La sottovoce comprende inoltre il credito di 15 milioni relativo al risultato netto della redistribuzione del reddito monetario del 2006 (6 milioni nel 2005, cfr. il commento del conto economico: *Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario*).

Le banche centrali dei paesi che nel maggio 2004 sono entrati a far parte della UE possono accedere a TARGET sia mediante un proprio sistema di regolamento, sia ricorrendo ad altre soluzioni tecnico-operative, compresa l'apertura di un conto di corrispondenza presso una banca centrale dell'Eurosistema. Aderendo a quest'ultima opzione, banno scelto di accedere a TARGET per il tramite della Banca

d'Italia le banche centrali di Polonia e di Estonia. La relativa posizione ammonta complessivamente alla fine del 2006 a 57 milioni.

Le passività sono interamente riferibili, come nel 2005, all'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema (cfr. *Principi, criteri e schemi di bilancio*).

Altre attività

La voce è composta per l'81 per cento da titoli (cfr. il commento: *Portafoglio titoli*) iscritti nelle sottovoci 11.3 (*attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*) e 11.4 (*altre attività finanziarie*); per il 5 per cento da immobilizzazioni materiali e immateriali; per il 9 per cento da attività per imposte differite connesse prevalentemente con perdite fiscali pregresse. La voce comprende anche il *fondo di dotazione dell'UIC* (sottovoce 11.2), interamente conferito dalla Banca.

Altre attività (voce 11)
(migliaia di euro)

		2006	2005	Variazioni
11.1	cassa (*monete in euro e lire*)	29.749	36.418	-6.669
11.2	fondo di dotazione dell'UIC	258.228	258.228	–
11.3	attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi	32.763.192	29.531.670	3.231.522
11.4	altre attività finanziarie	33.699.789	20.362.109	13.337.680
11.5	immobilizzazioni immateriali	30.969	27.865	3.104
11.6	immobilizzazioni materiali	3.856.918	3.989.568	-132.650
11.7	ratei e risconti	1.199.375	758.582	440.793
11.8	imposte differite attive	7.696.395	7.961.477	-265.082
11.9	diverse	2.583.355	1.988.232	595.123
	altri investimenti a garanzia del TQP	*81.498*	*77.753*	*3.745*
	attività del Fondo pensione complementare	*85.326*	*68.848*	*16.478*
	altre partite	*2.416.531*	*1.841.631*	*574.900*
Totale		**82.117.970**	**64.914.149**	**17.203.821**

A norma del D.lgs. 319 del 1998, l'UIC è un ente strumentale della Banca d'Italia e svolge, in regime di convenzione con la stessa, compiti attuativi della gestione delle riserve ufficiali in valuta estera. La norma stabilisce inoltre che il bilancio dell'UIC venga allegato a quello dell'Istituto.

Al 31 dicembre 2006 il patrimonio netto dell'UIC, escludendo l'utile dell'esercizio, è pari a 2.454 milioni. La Banca riceve per intero il risultato dell'Ufficio. L'utile netto del 2005, pari a 1,2 milioni, è affluito nel conto corrente intrattenuto tra i due Enti e disciplinato da apposita convenzione, da ultimo rinnovata nel 2006 (cfr. il commento: Passività in euro verso la pubblica Amministrazione e altre controparti*). Nel conto sono anche affluiti interessi relativi alla posizione creditoria dell'UIC sul conto corrente per 0,9 milioni. Nel 2007 l'UIC ha versato alla Banca – conformemente all'art. 4, comma 3, del D.lgs. 319 del 1998 – l'utile netto di 1 milione relativo al 2006.*

Le *immobilizzazioni immateriali* (sottovoce 11.5) sono così composte:

Immobilizzazioni immateriali (sottovoce 11.5)
(migliaia di euro)

	Consistenze 2005	*Acquisti e capitalizzazioni*	*Trasferimenti*	*Ammortamenti*	Consistenze 2006
procedure, studi e progettazioni	16.980	–	*12.998*	*-14.719*	15.259
immobilizzazioni in corso e acconti	6.369	*14.485*	*-12.998*	–	7.856
canoni pluriennali per software in licenza d'uso	3.744	*9.435*	–	*-5.865*	7.314
altri	772	*176*	–	*-408*	540
Totale	**27.865**	***24.096***	**–**	***-20.992***	**30.969**

Tra le *immobilizzazioni materiali* (sottovoce 11.6), a partire dal 2006, è stata data separata evidenza, nell'ambito degli immobili, ai fabbricati e ai terreni, coerentemente con la natura dei cespiti e anche nella prospettiva di rendere sempre più omogenee le informazioni contabili tra le diverse componenti dell'Eurosistema; i terreni, anche quelli su cui insistono i fabbricati, non sono assoggettati ad ammortamento.

Immobilizzazioni materiali (sottovoce 11.6): consistenze
(migliaia di euro)

	2005 (1)			**2006**		
	Costo	**Fondo amm.to**	**Consistenze**	**Costo**	**Fondo amm.to**	**Consistenze**
Immobili a fini istituzionali	4.713.696	1.467.852	3.245.844	4.717.252	1.591.898	3.125.354
- fabbricati	*3.253.585*	*1.012.919*	*2.240.666*	*3.257.141*	*1.136.965*	*2.120.176*
- terreni	*1.460.111*	*454.933*	*1.005.178*	*1.460.111*	*454.933*	*1.005.178*
Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP	574.135	65.408	508.727	559.145	69.065	490.080
- fabbricati	*397.047*	*44.220*	*352.827*	*382.057*	*47.877*	*334.180*
- terreni	*177.088*	*21.188*	*155.900*	*177.088*	*21.188*	*155.900*
Mobili	146.867	112.325	34.542	148.905	116.042	32.863
Impianti	440.968	303.258	137.710	453.079	332.153	120.926
Monete e collezioni	1.776	–	1.776	1.776	–	1.776
Immobilizzazioni in corso e acconti	60.969	–	60.969	85.919	–	85.919
Totale	**5.938.411**	**1.948.843**	**3.989.568**	**5.966.076**	**2.109.158**	**3.856.918**

(1) In seguito alla separazione dei terreni dai fabbricati, le consistenze dell'esercizio 2005 sono state riclassificate.

Nell'anno sono stati ceduti cinque immobili a investimento degli accantonamenti a garanzia del TQP.

Immobilizzazioni materiali (sottovoce 11.6): movimenti
(migliaia di euro)

	Acquisti e spese incrementative	**Trasferimenti (+/-)**		**Decrementi**		**Ammortamenti**
		Costo	***Fondo amm.to***	***Costo***	***Fondo amm.to***	
Immobili a fini istituzionali	2.756	800	–	–	–	124.046
- fabbricati	*2.756*	*800*	–	–	–	*124.046*
- terreni	–	–	–	–	–	–
Immobili a investimento acc.ti a garanzia del TQP	–	–	–	14.990	3.601	7.258
- fabbricati	–	–	–	*14.990*	*3.601*	*7.258*
- terreni	–	–	–	–	–	–
Mobili	5.567	–	–	3.529	3.467	7.184
Impianti	16.877	1.131	–	5.897	5.896	34.791
Monete e collezioni	–	–	–	–	–	–
Immobilizzazioni in corso e acconti	26.887	-1.937 (1)	–	–	–	–
Totale	**52.087**	**-6**	–	**24.416**	**12.964**	**173.279**

(1) Comprende 6 mila euro imputati al conto economico.

Tavola 19.8

Rivalutazioni degli immobili

VOCI	Immobili a fini istituzionali		Immobili a investimento acc.ti garanzia del TQP	
	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)	Numero immobili	Ammontare della rivalutazione (milioni di euro)
Rivalutazione *ex lege* 19 marzo 1983, n. 72	110	603	15	51
Rivalutazione *ex lege* 29 dicembre 1990, n. 408	143	628	60	148
Rivalutazione *ex lege* 30 dicembre 1991, n. 413	36	11	26	8
Rivalutazione *ex lege* 21 novembre 2000, n. 342	154	878	64	91
Rivalutazione *ex lege* 23 dicembre 2005, n. 266	160	1.595	69	126

La valutazione del patrimonio immobiliare della Banca alla fine dell'anno è di 3.927 milioni per gli immobili a fini istituzionali e di 1.521 milioni per quelli a garanzia del TQP.

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.7) includono:

Ratei e risconti (sottovoce 11.7)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Ratei attivi	**1.196.299**	**754.586**	**441.713**
interessi su titoli obbligazionari in euro	1.061.170	631.525	429.645
interessi su operazioni di rifinanziamento	7.370	3.203	4.167
interessi su titoli in divisa	98.614	94.259	4.355
interessi su attività diverse in divisa	29.097	25.545	3.552
altri	48	54	-6
Risconti attivi	**3.076**	**3.996**	**-920**
spese di amministrazione	3.076	3.996	-920
Totale	**1.199.375**	**758.582**	**440.793**

Le *imposte differite attive* (sottovoce 11.8, tav. 19.11) si riducono di 265 milioni per effetto:

- del recupero per 275 milioni (da 7.937 a 7.662 milioni) delle imposte relative al riporto in avanti delle perdite fiscali pregresse degli esercizi 2002-04;
- dell'aumento per 10 milioni (da 24 a 34) delle imposte differite derivanti da altre componenti economiche.

Le imposte differite attive iscritte in bilancio originano, prevalentemente, dal riporto in avanti delle perdite fiscali degli esercizi 2002-04. In particolare, la perdita del 2002 deriva dall'operazione di concambio ex lege *289 del 2002, quelle degli altri due esercizi da minusvalenze. Il regime di riporto di tali perdite è stabilito nell'art. 65 della legge 289 del 2002, come modificato dalla legge 248 del 2005, in virtù del quale esse sono compensabili sine die nei limiti del 50 per cento dell'ammontare dell'imponibile Ires di ciascun anno. L'iscrizione delle imposte differite attive nella situazione patrimoniale si basa sulla ragionevole certezza – tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto – di pervenire all'integrale scomputo delle pregresse perdite fiscali.*

Tra le altre componenti economiche che determinano l'iscrizione di imposte differite attive si segnalano le assegnazioni al fondo oneri per il personale e gli ammortamenti non ancora dedotti in

sede fiscale (di cui una parte riferibile alla rivalutazione degli immobili operata ai sensi della legge 23 dicembre 2005, n. 266). Nella sottovoce sono incluse anche le imposte differite passive per l'Ires, riconducibili pressoché esclusivamente ad ammortamenti anticipati.

Tra le *diverse* (sottovoce 11.9), è allocato il totale di bilancio del Fondo pensione complementare a contribuzione definita per il personale assunto dal 28 aprile 1993 che trova contropartita nella sottovoce 11.3 delle *altre passività*. Le altre partite sono composte prevalentemente da crediti di imposta (e relativi interessi) riferiti a esercizi precedenti nonché da acconti per Ires e IRAP versati nel 2006.

Banconote in circolazione

La circolazione (voce 1 del passivo), che rappresenta la quota (16,8 per cento) di circolazione dell'Eurosistema di pertinenza della Banca d'Italia (cfr. *Principi, criteri e schemi di bilancio*), aumenta di 10.585 milioni (da 94.934 a 105.519).

La circolazione effettiva, senza tener conto degli aggiustamenti relativi alla sua ripartizione all'interno dell'Eurosistema, aumenta di 16.694 milioni (da 103.034 a 119.728). La consistenza media, passata da 92.412 a 105.604 milioni, è cresciuta del 14 per cento, rispetto all'11 registrato nell'area dell'euro.

Passività in euro verso la pubblica Amministrazione e altre controparti

La voce 4 del passivo si riferisce in massima parte ai depositi del Tesoro presso la Banca d'Italia. Tra i conti detenuti da controparti diverse dalla pubblica Amministrazione rileva, in particolare, quello dell'UIC.

Passività verso altri residenti nell'area euro (voce 4)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
4.1 pubblica Amministrazione	22.944.942	14.662.534	8.282.408
4.1.1 disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*22.294.786*	*14.405.376*	*7.889.410*
4.1.2 fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato	*552.945*	*166.397*	*386.548*
4.1.3 altre passività	*97.211*	*90.761*	*6.450*
4.2 altre controparti	18.836	44.870	-26.034
Totale	**22.963.778**	**14.707.404**	**8.256.374**

Rispetto al 2005, il saldo di fine anno è in crescita sia per le disponibilità del Tesoro sia per il fondo ammortamento dei titoli di Stato; in flessione, invece, la consistenza media annua di entrambi i conti, che passa da 32.277 a 30.722 milioni per il primo e da 3.788 a 256 milioni per il secondo.

Il saldo del conto corrente dell'UIC, allocato tra le *altre controparti*, è passato da 34 a 18 milioni.

Passività in euro verso non residenti nell'area euro

Comprendono le sottovoci:

– 5.1 che si riferisce pressoché interamente ai conti correnti di corrispondenza intestati alle banche centrali di Polonia ed Estonia per la partecipazione al sistema TARGET (cfr. il commento: *Rapporti intra Eurosistema*);

– 5.2 che riguarda principalmente conti detenuti da clientela che usufruisce dei servizi di gestione delle riserve in euro (servizi ERMS, cfr. il commento: *Altri crediti verso istituzioni creditizie dell'area euro*).

Passività verso non residenti nell'area euro (voce 5)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
5.1 debiti verso Banche centrali dell'UE non rientranti nell'area euro	56.943	49.667	7.276
5.2 altre passività	31.505	41.363	-9.858
Totale	**88.448**	**91.030**	**-2.582**

Altre passività

La voce 11 comprende le componenti di seguito riportate:

Altre passività (voce 11)
(migliaia di euro)

		2006	2005	Variazioni
11.1	vaglia cambiari	712.605	614.082	98.523
11.2	ratei e risconti	70.650	51.314	19.336
11.3	diverse	1.462.934	1.397.302	65.632
	banconote in lire non ancora presentate per la conversione al netto degli acconti all'Erario	*808.133*	*874.149*	*-66.016*
	passività del Fondo pensione complementare	*85.326*	*68.848*	*16.478*
	altre partite	*569.475*	*454.305*	*115.170*
Totale		**2.246.189**	**2.062.698**	**183.491**

I *ratei e risconti* (sottovoce 11.2) sono di seguito dettagliati:

Ratei e risconti (sottovoce 11.2)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Ratei passivi	**70.568**	**51.204**	**19.364**
interessi su depositi di riserva	41.553	28.184	13.369
interessi su passività diverse in divisa	6.950	6.294	656
interessi su conto disponibilità del Tesoro	20.259	14.660	5.599
spese di amministrazione	1.804	2.065	-261
altri	2	1	1
Risconti passivi	**82**	**110**	**-28**
fitti attivi	82	110	-28
Totale	**70.650**	**51.314**	**19.336**

La sottovoce *diverse* (11.3) include, tra l'altro, le banconote in lire non ancora presentate per la conversione, al netto dei due acconti già riconosciuti al Tesoro a fronte dei biglietti che presumibilmente non verranno presentati per il cambio entro i termini di prescrizione.

L'articolo 87 della legge 289 del 2002 dispone che le banconote e le monete in lire possano essere convertite in euro presso le Filiali della Banca d'Italia non oltre il 28 febbraio 2012, fermi restando i termini di prescrizione fissati dalla legge 7 aprile 1997, n. 96. Sulla base del citato articolo 87 della legge 289 del 2002, sono stati riconosciuti all'Erario due acconti calcolati sulla base dell'ammontare stimato delle banconote in lire che si presumeva non venissero presentate per la conversione in euro entro il 28 febbraio 2012; tali acconti, tenendo conto delle banconote nel frattempo giunte a prescrizione e riconosciute al Tesoro in via definitiva, si ragguagliano a 662 milioni. Ove l'andamento delle conversioni dovesse eccedere quello stimato, la Banca procederà al regolamento del relativo importo con addebito nei confronti dell'Erario.

Accantonamenti e Fondo rischi generali

Tra gli *accantonamenti* (voce 12): la diminuzione dei *fondi rischi specifici* (sottovoce 12.1) è da ascrivere alla variazione netta del fondo imposte, che è stato utilizzato per l'ammontare delle imposte del 2005 e alimentato per quelle del 2006. L'aumento degli *accantonamenti diversi per il personale* (sottovoce 12.2) è il risultato:

a) dell'alimentazione, per 30 milioni, degli accantonamenti a garanzia del TQP, che alla fine dell'anno ammontano a 5.571 milioni (5.541 nel 2005). Di detto importo, la parte riferibile alle pensioni integrative è pari a 4.583 milioni mentre quella riguardante le indennità di fine rapporto si ragguaglia a 988 milioni;

b) della diminuzione del fondo oneri per il personale. La somma di 25 milioni accantonata nel 2005 in vista della revisione del trattamento economico del personale è stata utilizzata, in seguito al rinnovo degli accordi negoziali, per 24 milioni, mentre un milione è affluito al conto economico tra le sopravvenienze attive.

Accantonamenti (voce 12)
(migliaia di euro)

	Consistenze 2005	*Utilizzi*	*Assegnazioni*	Consistenze 2006
12.1 fondi rischi specifici	**1.088.395**	***-770.775***	***404.684***	**722.304**
fondo assicurazione danni	309.874	–	–	309.874
fondo imposte	778.521	*-770.775*	*404.684*	412.430
12.2 accantonamenti diversi per il personale	**5.664.976**	***-96.933***	***101.855***	**5.669.898**
a garanzia del TQP	5.541.101 (1)	*-70* (2)	*30.349*	5.571.380
fondo oneri per il personale	120.300	*-96.759*	*71.005*	94.546
per TFR del personale a contratto	1.869	*-60*	*171*	1.980
fondo per sussidi ai pensionati e superstiti di pensionati	1.706	*-44*	*330*	1.992
Totale	**6.753.371**	***-867.708***	***506.539***	**6.392.202**

(1) Il dato presentava un'eccedenza di 11 milioni, riassorbita nel 2006, in vista del rinnovo degli accordi negoziali. – (2) Trasferimento al Fondo pensione complementare per i neoassunti che hanno aderito al Fondo medesimo.

Il *fondo rischi generali* (voce 14) si incrementa da 7.535 a 7.931 milioni in seguito all'attribuzione di 396 milioni, deliberata dal Consiglio Superiore (703 milioni nel 2005).

Con l'assegnazione del 2006 prosegue il reintegro del fondo avviato nel precedente esercizio. I fondi rischi sono stati utilizzati nel triennio 2002-04 per circa 4 miliardi per la copertura di minusvalenze.

Conti di rivalutazione

Accolgono le valutazioni al mercato di oro, valute e titoli (cfr. i commenti: *Oro, attività e passività in valuta* e *Portafoglio titoli*).

Conti di rivalutazione (voce 13)
(migliaia di euro)

	Consistenze 2005	*Utilizzi*	*Rivalutazioni nette*	Consistenze 2006
Rivalutazioni da cambio	16.988.724		*2.087.409*	19.076.133
di cui: *oro*	*14.858.282*		*3.770.539*	*18.628.821*
Rivalutazioni da prezzo	3.601.400		*764.842*	4.366.242
Rivalutazioni all'1.1.1999	10.254	*-6.289*		3.965
Totale	**20.600.378**	***-6.289***	***2.852.251***	23.446.340

Capitale e riserve

La voce 15 si compone come segue:

Capitale e riserve (voce 15)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
15.1 Capitale sociale	**156**	**156**	–
15.2 Riserve statutarie (art. 39 Statuto)	**11.229.490**	**10.693.306**	**536.184**
ordinaria	5.573.990	5.324.013	249.977
straordinaria	5.655.500	5.369.293	286.207
15.3 Altre riserve	**5.541.413**	**5.541.413**	–
per rivalutazione monetaria *ex lege* 19.3.1983, n. 72	673.460	673.460	–
per rivalutazione *ex lege* 29.12.1990, n. 408	660.533	660.533	–
per rivalutazione *ex lege* 30.12.1991, n. 413	16.922	16.922	–
per rivalutazione *ex lege* 21.11.2000, n. 342	866.534	866.534	–
per rivalutazione *ex lege* 23.12.2005, n. 266	1.518.920	1.518.920	–
fondo speciale rinnovamento immobilizzazioni materiali	1.805.044	1.805.044	–
Totale	**16.771.059**	**16.234.875**	**536.184**

I movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono illustrati di seguito:

Movimenti delle riserve ordinaria e straordinaria (sottovoce 15.2)
(migliaia di euro)

	Consistenze 2005	*Attribuzione utile 2005 ex art. 39 Statuto*	*Distribuzione ai partecipanti ex art. 40 Statuto* (1)	*Fruttato 2006 ex art. 40 Statuto*	Consistenze 2006
ordinaria	5.324.013	*10.057*	*-24.945*	*264.865*	5.573.990
straordinaria	5.369.293	*10.057*	*-24.525*	*300.675*	5.655.500
Totale	**10.693.306**	***20.114***	***-49.470***	***565.540***	**11.229.490**

(1) A valere sul fruttato dell'esercizio 2005.

La distribuzione delle quote relative al capitale sociale della Banca è riportata nella tavola 19.9.

Tavola 19.9

Quote di partecipazione al capitale

DETENTORI	A fine 2006				A fine 2005			
	Enti	Quote (1)	%	Voti	Enti	Quote (1)	%	Voti
Con diritto di voto	63	299.493	100	664	64	299.493	100	665
S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356	*56*	*252.993*	*84*	*543*	*57*	*252.993*	*84*	*544*
Istituti di previdenza	*1*	*15.000*	*5*	*34*	*1*	*15.000*	*5*	*34*
Istituti di assicurazione	*6*	*31.500*	*11*	*87*	*6*	*31.500*	*11*	*87*
Senza diritto di voto	6	507	..		6	507	..	
S.p.A. esercenti attività bancaria ivi comprese quelle ex art. 1 D.lgs. 20.11.90, n. 356	*6*	*66*	..		*6*	*66*	..	
Quote interessate da operazioni societarie	*–*	*441*	..		*–*	*441*	..	
Totale	**69**	**300.000**	**100**	**664**	**70**	**300.000**	**100**	**665**

(1) Il valore nominale della singola quota è di euro 0,52.

Nei Conti d'ordine:

Il totale dei conti d'ordine del 2006 è pari a 277.230 milioni. Essi includono:

Voci 13 dell'attivo e 18 del passivo - Conti d'ordine (1)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
a) Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ns. vendite a termine)	21.193.727	21.425.753	-232.026
b) Titoli, valute e euro da ricevere (ns. acquisti a termine)	859.155	1.691.103	-831.948
c) Debitori per titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso)	–	–	–
d) Titoli, valute e euro da ricevere (ordini in corso)	29.800	192.784	-162.984
e) Debitori per titoli e valori da ricevere (ns. vendite futures in divisa)	–	33.907	-33.907
f) Titoli e valori da ricevere (ns. acquisti futures in divisa)	4.072.893	3.038.908	1.033.985
g) Depositi titoli a garanzia futures in divisa	15.186	16.953	-1.767
h) Debitori per operazioni connesse con la partecipazione all'FMI	390.492	442.892	-52.400
i) Titoli e altri valori in deposito presso l'Istituto e presso terzi (2)	250.656.373	240.976.521	9.679.852
j) Debitori per garanzie prestate	12.451	12.451	–
Totale	**277.230.077**	**267.831.272**	**9.398.805**

(1) Compresi quelli del Fondo pensione complementare. – (2) Comprende il controvalore dell'oro trasferito alla BCE per la parte depositata presso la Cassa Generale.

In particolare:

– gli importi indicati ai punti da *(a)* a *(d)* si riferiscono a operazioni di acquisto e di vendita di attività contrattate prima della fine dell'esercizio e regolate successivamente;

– gli importi indicati ai punti *(e)* ed *(f)* corrispondono al valore nozionale delle vendite e degli acquisti di contratti futures su tassi di interesse denominati in valuta estera ancora in essere alla fine dell'esercizio; l'ammontare dei depositi in titoli a garanzia dei menzionati contratti è invece riportato al punto *(g)*;

– l'importo indicato al punto *(h)* riguarda gli impegni dell'Italia per finanziamenti da erogare nell'ambito delle iniziative previste dal Fondo monetario internazionale.

Nel Conto economico:

L'utile netto è pari a 134 milioni (50 nel precedente esercizio).

Interessi attivi netti

Gli *interessi attivi netti* (voce 1), che aumentano di 577 milioni (da 1.991 a 2.568), includono gli interessi maturati sulle attività fruttifere e sulle passività onerose, a eccezione di quelli sulle attività finanziarie a investimento di riserve, accantonamenti e fondi, compresi in uno specifico margine reddituale (cfr. il commento: *Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*).

Al loro interno, gli *interessi attivi* crescono sia per effetto del più elevato livello medio dei rendimenti, sia per la maggiore consistenza media delle attività fruttifere in euro; in aumento, ma in misura più contenuta, anche gli *interessi passivi*, essenzialmente in seguito al rialzo dei tassi di remunerazione.

Interessi attivi (sottovoce 1.1)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
su attività in euro	3.411.752	2.593.267	818.485
titoli	*1.893.105*	*1.470.370*	*422.735*
operazioni di rifinanziamento	*535.934*	*429.950*	*105.984*
saldi intra SEBC	*950.916*	*662.195*	*288.721*
diversi	*31.797*	*30.752*	*1.045*
su attività in valuta estera	1.121.119	822.490	298.629
titoli e altre attività in valuta	*1.069.767*	*746.308*	*323.459*
crediti verso l'FMI	*51.352*	*76.182*	*-24.830*
Totale	**4.532.871**	**3.415.757**	**1.117.114**

Nel dettaglio, tra gli interessi attivi sulle attività in euro aumentano:

– gli interessi su titoli, che si riferiscono:
  a) per 825 milioni, ai titoli di Stato ricevuti dal concambio *ex lege* 289 del 2002;
  b) per 1.068 milioni (646 nel 2005), ad altri titoli di Stato iscritti in parte tra i titoli immobilizzati (sottovoce 11.4 dell'attivo) e in parte tra quelli non immo-

bilizzati (voce 7); l'incremento è dovuto soprattutto alla maggiore consistenza media del portafoglio (da 20.244 a 30.843 milioni);

– gli interessi su operazioni di rifinanziamento principali (da 412 a 504 milioni), in relazione alla crescita dei tassi di interesse applicati (in media, dal 2,11 al 2,86 per cento); diminuisce la consistenza media annua dell'aggregato di riferimento (da 19.527 a 17.638 milioni). In aumento anche gli interessi sulle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (da 18 a 31 milioni), sia per il rialzo dei tassi di interesse (in media, da 2,12 a 2,84 per cento), sia per la maggiore consistenza media (da 844 a 1.102 milioni);

Nel corso del 2006 il Consiglio direttivo della BCE ha aumentato per 5 volte (in marzo, giugno, agosto, ottobre e dicembre) il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo – tra l'inizio e la fine dell'anno – dal 2,25 al 3,50 per cento. Contestualmente, il Consiglio direttivo ha elevato della stessa misura sia il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale, sia quello sui depositi overnight presso le banche centrali, portandoli, rispettivamente, al 4,50 e al 2,50 per cento. Un ulteriore innalzamento di 25 punti base è stato deciso l'8 marzo 2007, con decorrenza dal successivo 14 marzo.

– gli interessi intra SEBC sui saldi TARGET a credito della Banca (da 532 a 775 milioni) e sui crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE (da 130 a 176 milioni). L'incremento riflette il rialzo dei tassi di rendimento (dal 2,02 al 2,78 per cento) e la crescita della consistenza media dei saldi TARGET (da 25.434 a 26.893 milioni);

La remunerazione della posizione nei confronti della BCE connessa con l'operatività di TARGET è commisurata al tasso marginale di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali; gli interessi sulla parte relativa alle posizioni TARGET delle banche centrali di Polonia e di Estonia sono determinati sulla base del tasso applicato ai depositi overnight presso le banche centrali, analogamente alla remunerazione corrisposta sui conti detenuti da altre banche centrali non appartenenti all'area dell'euro. I crediti equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE sono remunerati in base all'ultimo tasso marginale applicato alle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Tale tasso viene ridotto del 15 per cento in quanto una parte delle riserve trasferite era rappresentata dall'oro, componente infruttifera (cfr. il commento della situazione patrimoniale: Rapporti intra Eurosistema*).*

– gli interessi diversi, che comprendono per 29 milioni quelli maturati su crediti di imposta (28 milioni nel 2005).

Tra gli interessi attivi su attività in valuta:

– aumentano quelli su titoli e su altre attività in valuta, soprattutto per i più elevati tassi di rendimento sugli investimenti in dollari;

– diminuiscono quelli relativi ai crediti verso il Fondo monetario internazionale, essenzialmente per la minore posizione netta dell'Italia nei confronti del cennato organismo.

Tra gli interessi passivi su passività in euro:

– crescono gli interessi sulle disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria, per l'aumento del tasso medio di remunerazione (dal 2,77 al 3,79 per cento), il cui effetto è stato solo in parte compensato dalla flessione della consistenza media annua del conto (da 32.277 a 30.722 milioni);

Interessi passivi (sottovoce 1.2)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
su passività in euro	1.884.193	1.382.267	501.926
disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria	*1.165.408*	*895.384*	*270.024*
fondo per l'ammortamento titoli di Stato	*6.498*	*79.194*	*-72.696*
depositi di riserva in conto corrente	*503.822*	*333.181*	*170.641*
saldi intra SEBC	*205.409*	*72.670*	*132.739*
diversi	*3.056*	*1.838*	*1.218*
su passività in valuta estera	80.405	41.985	38.420
assegnazioni di DSP da parte dell'FMI	*30.090*	*21.813*	*8.277*
diversi	*50.315*	*20.172*	*30.143*
Totale	**1.964.598**	**1.424.252**	**540.346**

– diminuiscono gli interessi sul fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, la cui consistenza media è passata da 3.788 a 256 milioni; in aumento il tasso medio di remunerazione (dal 2,09 al 2,54 per cento);

– salgono gli interessi sui depositi di riserva in conto corrente, per effetto sia della crescita del tasso medio di remunerazione (dal 2,10 al 2,87 per cento), sia dell'incremento della consistenza media annua dei depositi (da 15.902 a 17.544 milioni);

– si incrementano gli interessi sui saldi intra SEBC, che si riferiscono per intero ai saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema, per effetto sia del rialzo dei tassi di interesse applicati, sia della maggiore consistenza media degli aggregati di riferimento (cfr. il commento della situazione patrimoniale: *Rapporti intra Eurosistema*);

– crescono di 1 milione gli interessi diversi, che riguardano principalmente i conti intrattenuti con l'Istituto da corrispondenti non residenti nell'area dell'euro (pari a 1,5 milioni), i depositi *overnight* e a tempo determinato (0,7 milioni) e il conto corrente con l'UIC (0,6 milioni).

Il conto disponibilità del Tesoro è remunerato dalla Banca semestralmente, a un tasso uguale a quello medio dei BOT emessi nel semestre di riferimento. Gli interessi del 2006 comprendono quelli integrativi, pari a 181 milioni (210 nell'esercizio precedente), riconosciuti al Tesoro ai sensi dell'art. 4 della legge 483 del 1993, in quanto il tasso di riferimento per la remunerazione del conto è risultato inferiore al rendimento dei titoli a suo tempo acquisiti dalla Banca per la costituzione delle relative disponibilità e non ancora giunti a scadenza (invariati a 3 miliardi).

Il fondo ammortamento è remunerato dalla Banca a un tasso uguale a quello medio dei BOT emessi nel semestre precedente a quello di riferimento.

La misura della remunerazione dei conti per la riserva obbligatoria è pari al valore medio, nel periodo di mantenimento, dei tassi marginali delle operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. La riserva in eccesso rispetto a quella dovuta non è remunerata.

I saldi derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema sono remunerati al tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali.

Sul conto corrente dell'UIC, come previsto dalla relativa convenzione, viene applicato il tasso stabilito nell'ambito dell'Eurosistema per i depositi overnight.

Tra gli interessi passivi su passività in valuta aumentano sia quelli sulle assegnazioni di DSP sia quelli diversi, riferibili essenzialmente a operazioni temporanee su titoli

in dollari; l'incremento è ascrivibile al più elevato tasso medio di remunerazione e, in misura minore, alla crescita della consistenza media delle passività.

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi

Il risultato del 2006 comprende:

– perdite nette realizzate su operazioni finanziarie, quale risultante di:
  a) perdite da negoziazione in titoli, che risentono anche del rialzo dei tassi di interesse sui titoli in dollari, e perdite su contratti futures;
  b) utili da negoziazione su cambi derivanti - in prevalenza - da cessioni di diritti speciali di prelievo. I consistenti utili del 2005 erano stati originati da vendite di dollari, nell'ambito di un'azione di ricomposizione delle riserve valutarie in favore delle attività in sterline inglesi;
  c) utili su altre operazioni finanziarie, riconducibili al compenso liquidato periodicamente alla Banca sulle operazioni di prestito titoli in valuta estera, effettuate nell'ambito di una procedura automatica (*automated securities lending program*) avviata nel corso del 2006;

La Banca ha conferito uno specifico mandato a un intermediario specializzato per lo svolgimento di operazioni di prestito titoli di durata overnight*, garantite dall'intermediario stesso. I criteri contabili dell'Eurosistema stabiliscono che tali operazioni devono essere contabilizzate nella situazione patrimoniale solamente se l'intermediario fornisce una garanzia in contanti per tutta la durata dell'operazione. Lo schema negoziale adottato dalla Banca non prevede nessuna garanzia con tali requisiti.*

Risultato netto da operazioni finanziarie, svalutazioni e trasferimenti ai/dai fondi rischi (voce 2)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni (1)
Utili (+) e perdite (-) realizzati su operazioni finanziarie	-22.830	471.821	-494.651
utili/perdite da negoziazione in titoli	*-34.090*	*-4.838*	*-29.252*
utili/perdite da negoziazione in cambi	*18.107*	*481.210*	*-463.103*
utili/perdite su contratti derivati in valuta estera	*-7.517*	*-4.551*	*-2.966*
utili/perdite su altre operazioni in valuta estera	*670*	*–*	*670*
Svalutazioni (-) di attività e posizioni finanziarie	-338.089	-118.681	- 219.408
valute estere	*-287.236*	*-57.288*	*-229.948*
titoli esteri	*-44.242*	*-56.751*	*12.509*
titoli in euro	*-6.611*	*-4.642*	*-1.969*
Accantonamenti (-) al fondo rischi generali per rischi di cambio e di prezzo	-396.000	-703.000	307.000
Totale	**-756.919**	**-349.860**	**-407.059**

(1) La variazione negativa evidenzia minori utili o maggiori perdite/svalutazioni; quella positiva maggiori utili o minori perdite/svalutazioni; nel caso degli accantonamenti, la variazione positiva sta a indicare i più contenuti accantonamenti effettuati nel 2006.

– svalutazioni di attività e passività finanziarie, derivanti:
  a) dalla valutazione ai cambi di fine esercizio di yen (258 milioni) e franchi svizzeri (29 milioni);

b) dalla valutazione ai prezzi di mercato dei titoli in valuta (44 milioni), denominati prevalentemente in dollari, e di quelli in euro (7 milioni);

– l'attribuzione al fondo rischi generali per 396 milioni.

Risultato netto da tariffe e commissioni

Il risultato (voce 3) aumenta di 4 milioni (da 0,3 a 4,3); le *tariffe e commissioni attive* crescono da 24 a 26 milioni, mentre quelle *passive* passano da 24 a 22 milioni.

Le *tariffe e commissioni attive* comprendono, tra l'altro: le provvigioni sui servizi finanziari effettuati per conto di enti del settore pubblico (3 milioni), le tariffe dovute dai partecipanti al sistema BI-Rel (6 milioni), le tariffe per i servizi di Correspondent Central Banking Model (4 milioni), quelle per il servizio di prima informazione della Centrale dei rischi (5 milioni) e per le dichiarazioni sostitutive di protesto (3 milioni).

Le *tariffe e commissioni passive* si riferiscono per 15 milioni alla commissione riconosciuta all'UIC per la gestione delle riserve valutarie (16 milioni nel 2005).

Rendite da partecipazioni

Le *rendite da partecipazioni* (voce 4) sono riconducibili, come per il 2005, unicamente al reddito da partecipazione al fondo di dotazione dell'UIC; l'aumento da 0,8 a 1,2 milioni è dovuto al maggiore utile dell'esercizio conseguito dall'Ufficio nel 2005. Come nel precedente esercizio, nessun dividendo è stato erogato dalla BCE.

Con riferimento al bilancio 2006, il Consiglio direttivo della BCE ha deciso, come per il 2005, di non riconoscere alle BCN partecipanti l'intero ammontare del reddito da signoraggio della BCE, pari a 1.319 milioni, dei quali 241 riferibili all'Istituto (158 nel 2005). La somma è stata destinata, insieme ad altri redditi conseguiti dalla BCE, ad alimentare un fondo diretto a fronteggiare i rischi di cambio, di tasso di interesse e di prezzo dell'oro. In seguito al cennato accantonamento, il bilancio della BCE dell'esercizio 2006 si è chiuso in pareggio. Pertanto, anche per il 2006 non verranno riconosciuti dividendi alle BCN dell'Eurosistema (cfr. Principi, criteri e schemi di bilancio*).*

Risultato netto della redistribuzione del reddito monetario

Il risultato (voce 5) è positivo per 15 milioni (6 milioni nel 2005).

Il risultato del 2006 rappresenta la differenza tra il reddito monetario accentrato, 2.713 milioni, e quello redistribuito, 2.728 milioni. Il reddito monetario (da accentrare) di ciascuna BCN è pari al reddito annuo che essa ottiene da specifiche attività (cosiddette earmarkable) detenute in contropartita delle passività di riferimento (liability base). La liability base di ciascuna BCN è costituita da: banconote in circolazione; passività verso istituzioni creditizie relative a operazioni di politica monetaria denominate in euro; passività (nette) intra Eurosistema risultanti dalle transazioni TARGET; passività (nette) intra Eurosistema derivanti dall'allocazione delle banconote in euro all'interno dell'Eurosistema. Gli interessi corrisposti sulle passività incluse nella liability base vengono dedotti dal reddito monetario da accentrare. Gli attivi earmarkable di ciascuna BCN sono costituiti da: rifinanziamento a istituzioni creditizie dell'area dell'euro per operazioni di politica monetaria; crediti intra Eurosistema equivalenti al trasferimento delle riserve alla BCE; crediti intra Eurosistema (netti) 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 del totale delle attività earmarkable 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.

Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi

Il risultato diminuisce per effetto dei minori utili realizzati su cessioni di titoli azionari iscritti nel comparto non immobilizzato; gli interessi su titoli a reddito fisso aumentano soprattutto per i più elevati tassi di rendimento.

Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi (voce 6)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Interessi attivi	807.170	757.309	49.861
riserve statutarie	*263.121*	*249.242*	*13.879*
altre riserve, accantonamenti e fondi	*544.049*	*508.067*	*35.982*
Dividendi da azioni e partecipazioni	297.743	309.165	-11.422
riserve statutarie	*170.525*	*184.390*	*-13.865*
altre riserve, accantonamenti e fondi	*127.218*	*124.775*	*2.443*
Utili e perdite da negoziazione e realizzo	139.613	676.599	-536.986
riserve statutarie	*133.226*	*410.906*	*-277.680*
altre riserve, accantonamenti e fondi	*6.387*	*265.693*	*-259.306*
Svalutazioni	-1.849	-13.160	11.311
riserve statutarie	*-1.334*	*-7.815*	*6.481*
altre riserve, accantonamenti e fondi	*-515*	*-5.345*	*4.830*
Altre componenti	2	–	2
riserve statutarie	*2*	–	*2*
Totale	**1.242.679**	**1.729.913**	**-487.234**

Altri utilizzi dei fondi e altre rendite

Nel 2006 sono stati utilizzati per 6 milioni i fondi di rivalutazione su titoli e valute costituiti all'inizio della terza fase della UEM.

Il dettaglio delle *altre rendite* è riportato di seguito:

Altre rendite (voce 8)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Fitti attivi da locazione immobili	21.440	20.901	539
Procedure, studi e progettazioni completate	10.036	9.856	180
Diverse	20.960	20.288	672
Totale	**52.436**	**51.045**	**1.391**

Attribuzione del rendimento dell'investimento alle riserve statutarie

Come previsto dall'art. 40 dello Statuto, i redditi degli investimenti delle riserve ordinaria e straordinaria sono attribuiti alle riserve stesse. L'attribuzione (voce 9) diminuisce di 271 milioni (da 837 a 566), principalmente in relazione ai minori utili realizzati nel comparto azionario (per il dettaglio delle componenti cfr. il commento: *Risultato netto delle attività finanziarie a fronte di riserve, accantonamenti e fondi*).

Spese e oneri diversi

Le *spese e oneri diversi* comprendono:

Spese e oneri diversi (voce 10)
(migliaia di euro)

	2006	2005	Variazioni
Stipendi e oneri accessori per il personale in servizio (1)	633.760	604.836	28.924
Altre spese relative al personale	44.799	42.604	2.195
Accantonamenti per oneri maturati e a garanzia del TQP	101.855	97.296	4.559
Pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte	367.992	264.103	103.889
Compensi per organi collegiali centrali e periferici	1.826	2.636	-810
Spese di amministrazione	402.894	378.148	24.746
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali e immateriali	194.271	254.242	-59.971
Altre spese	20.199	20.214	-15
Totale	**1.767.596**	**1.664.079**	**103.517**

(1) Il dato del 2005 non include oneri per 25 milioni accantonati nello stesso anno per la revisione del trattamento economico del personale in relazione al rinnovo degli accordi negoziali.

Al loro interno:

– la crescita delle *pensioni e indennità di fine rapporto corrisposte* è determinata, principalmente, dalle maggiori indennità liquidate (da 70 a 166 milioni) per il più elevato numero di cessazioni determinatosi nel 2006.

La spesa per il personale (ivi compreso quello a contratto) nelle sue componenti di stipendi (inclusi gli emolumenti per prestazioni straordinarie) e oneri accessori, accantonamenti per oneri maturati e non ancora erogati e altre spese per il personale (comprese quelle relative a diarie per missioni e trasferimenti) si ragguaglia a 741 milioni. Con riferimento al numero medio dei dipendenti, pari a 7.868, si determina una spesa media pro capite per stipendi e oneri accessori per il personale in servizio di 80,5 mila euro, che si eleva a 94,2 considerando tutte le altre componenti di costo sopra indicate. La spesa media del 2006 tiene conto degli incrementi retributivi derivanti dal rinnovo degli accordi negoziali. Il dato medio del 2005, ricalcolato includendo l'ammontare di 25 milioni accantonato in attesa della revisione del trattamento economico del personale, è pari rispettivamente a 78,5 e a 91,8 mila euro.

La composizione della compagine del personale è riportata nella tavola 19.10;

Tavola 19.10

Compagine del personale

CARRIERE	Numero medio dei dipendenti in servizio		Rapporti di composizione (percentuale)	
	2006	2005	2006	2005
Direttiva	1.970	1.980	25,1	24,8
Operativa	4.704	4.810	60,0	60,2
Servizi generali e di sicurezza	662	706	8,5	8,8
Operaia	498	497	6,4	6,2
Totale personale di ruolo	**7.834**	**7.993**	**100,0**	**100,0**
Personale a contratto	34	34		

Tavola 19.11

Imposte differite attive
(migliaia di euro)

VOCI	Consistenze a fine 2005		Variazioni				Consistenze a fine 2006	
	Differenze temporanee	Imposte	Incrementi differenze temporanee	Decrementi differenze temporanee	Incrementi imposte	Decrementi imposte	Differenze temporanee	Imposte
				Ires (1)				
Perdita fiscale esercizio 2002	21.573.182	7.119.150	–	–	–	–	21.573.182	7.119.150
Perdita fiscale esercizio 2003	1.726.352	569.720	287	835.100	95	275.600	891.539	294.215
Perdita fiscale esercizio 2004	753.003	248.491	–	–	–	–	753.003	248.491
Oneri maturati per il personale e non erogati	96.679	31.904	68.900	95.463	22.737	31.503	70.116	23.138
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente	93.461	30.842	46.754	870	15.429	287	139.345	45.984
di cui: *rivalutazione* ex lege *n. 266/2005*	*69.042*	*22.784*	*46.754*	*218*	*15.429*	*72*	*115.578*	*38.141*
Altre	1.282	423	458	739	151	244	1.001	330
Totale	**24.243.959**	**8.000.530**	**116.399**	**932.172**	**38.412**	**307.634**	**23.428.186**	**7.731.308**
				IRAP (2)				
Ammortamenti civilistici non dedotti fiscalmente	93.461	4.649	46.754	870	2.434	43	139.345	7.040
di cui: *rivalutazione* ex lege *n. 266/2005*	*69.042*	*3.435*	*46.754*	*218*	*2.415*	*11*	*115.578*	*5.839*
Altre	954	48	313	381	16	19	886	45
Totale	**94.415**	**4.697**	**47.067**	**1.251**	**2.450**	**62**	**140.231**	**7.085**
Totale generale		**8.005.227**			**40.862**	**307.696**		**7.738.393**

Imposte differite passive
(migliaia di euro)

VOCI	Consistenze a fine 2005		Variazioni				Consistenze a fine 2006	
	Differenze temporanee	Imposte	Incrementi differenze temporanee	Decrementi differenze temporanee	Incrementi imposte	Decrementi imposte	Differenze temporanee	Imposte
				Ires (1)				
Utili da realizzo su titoli, immobili e altri beni	580	191	5.528	145	1.824	48	5.963	1.967
Ammortamenti anticipati	131.996	43.559	6.232	16.926	2.057	5.586	121.302	40.030
Totale	**132.576**	**43.750** (3)	**11.760**	**17.071**	**3.881**	**5.634**	**127.265**	**41.997** (3)
				IRAP (2)				
Utili da realizzo su titoli, immobili e altri beni	580	29	5.528	145	279	7	5.963	301
Ammortamenti anticipati	131.996	6.567	6.232	16.926	404	842	121.302	6.129
Totale	**132.576**	**6.596**	**11.760**	**17.071**	**683**	**849**	**127.265**	**6.430**
Totale generale		**50.346**			**4.564**	**6.483**		**48.427**

(1) Calcolata con aliquota del 33 per cento. – (2) Calcolata con le aliquote attualmente in vigore. – (3) Le imposte differite passive a fini Ires vengono incluse, con segno negativo, nella sottovoce *imposte differite attive*. Pertanto, l'ammontare complessivo delle imposte differite comprese in tale sottovoce è pari a 7.696 milioni (7.961 nel 2005).

– le *spese di amministrazione* crescono di 25 milioni; al loro interno aumentano di 7 milioni (da 81 a 88) gli oneri per i servizi di sicurezza e scorta valori; di 5 milioni (da 18 a 23) le spese per il noleggio di macchinari; di 9 milioni (da 16 a 25) gli oneri per le materie prime necessarie per la produzione delle banconote; di 4 milioni (da 60 a 64) le spese di manutenzione degli immobili. Rimangono sostanzialmente stabili i costi per il noleggio e la manutenzione del software esterno (da 24 a 25 milioni) e per l'assistenza sistemistica (22 milioni);
– diminuiscono gli ammortamenti, in quanto dal 2006 i terreni su cui sono costruiti i fabbricati non sono più ammortizzati.

Sopravvenienze e insussistenze

Le *sopravvenienze attive e insussistenze del passivo* (sottovoce 12.1) diminuiscono di 53 milioni (da 59 a 6); nel 2005 l'aggregato in esame includeva 53 milioni connessi con la riduzione del fondo imposte per il venir meno del rischio di contenziosi tributari. Le *sopravvenienze passive e insussistenze dell'attivo* (sottovoce 12.2) sono pari, come nel 2005, a 4 milioni.

Imposte sul reddito dell'esercizio e sulle attività produttive

Le imposte (voce 13) di competenza dell'esercizio, pari a 669 milioni, comprendono sia le imposte correnti dovute all'Erario, sia la variazione delle attività e passività per imposte differite (cfr. la sottovoce dell'attivo *imposte differite attive* nel commento della situazione patrimoniale: *Altre attività*).

In particolare, l'Ires dell'esercizio è riferibile per 275,6 milioni alle imposte correnti dell'anno iscritte al fondo imposte e per 275,6 milioni alla diminuzione delle attività per imposte differite derivante dalla compensazione delle perdite fiscali pregresse con il 50 per cento del reddito imponibile dell'anno; la variazione netta delle restanti componenti della fiscalità differita determina un minore onere per 8 milioni. Nel complesso, l'Ires dell'anno ammonta a 543 milioni (779 nel 2005).

L'IRAP comporta un onere complessivo di 126 milioni, quale risultante di 128 milioni per imposte correnti iscritte nel fondo imposte e di 2 milioni per variazioni della fiscalità differita.

Il riepilogo delle fattispecie che hanno originato la fiscalità differita, attiva e passiva, è riportato nella tavola 19.11.

Proposte del Consiglio Superiore

In applicazione degli articoli 38 e 39 dello Statuto il Consiglio Superiore, udito il favorevole riferimento del Collegio sindacale, propone che l'utile netto di euro 133.757.713 conseguito nell'esercizio 2006 venga così ripartito:

	euro
– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento	26.751.543
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	26.751.543

	euro
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, a integrazione del dividendo	6.240
– allo Stato, la restante somma di	80.239.027
TOTALE	133.757.713

A norma dell'art. 40 dello Statuto, il Consiglio Superiore propone, inoltre, la distribuzione ai Partecipanti - a valere sul fruttato delle riserve ordinaria e straordinaria - di un ulteriore importo di 53.466.000 euro, pari allo 0,50 per cento (come nell'esercizio precedente) dell'ammontare complessivo delle riserve al 31 dicembre 2005.

Pertanto ai Partecipanti verrebbe corrisposto l'importo complessivo di euro 53.481.600 pari a 178,272 euro per ogni quota di partecipazione.

IL GOVERNATORE
Mario Draghi

20. DOCUMENTAZIONE ALLEGATA AL BILANCIO

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

SUL CENTOTREDICESIMO ESERCIZIO DELLA BANCA D'ITALIA
E SUL BILANCIO AL 31 DICEMBRE 2006

Signori Partecipanti,

il bilancio dell'esercizio 2006 che viene sottoposto alla Vostra approvazione chiude con le seguenti risultanze:

Attività	€	218.556.632.156
Passività	€	201.651.815.948
Capitale e riserve	€	16.771.058.495
Utile netto dell'esercizio (come da conto economico)	€	133.757.713

I conti d'ordine, iscritti in attivo e in passivo per l'importo di 277.230.077.095 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.

Il bilancio dell'esercizio 2006 è stato redatto utilizzando nuovi schemi di situazione patrimoniale e di conto economico, da noi condivisi. Con decreto del Ministro dell'Economia e delle finanze del 27 dicembre 2006 è stato approvato il nuovo modello di situazione dei conti della Banca che, rispetto al precedente, presenta una diversa articolazione delle voci *altre attività* e *altre passività*. La struttura del conto economico è stata aggiornata per evidenziare alcuni margini reddituali e risultati intermedi. Le voci/sottovoci dello stato patrimoniale e del conto economico del 2005 sono riclassificate per assicurare la comparabilità dei dati.

I criteri di redazione e di valutazione per la formazione del bilancio, confrontati con quelli utilizzati per l'esercizio precedente, tengono conto dell'acquisto di quote di OICR, collocate nel portafoglio non immobilizzato ed iscritte in bilancio al valore

di fine esercizio pubblicato dalla società di gestione, e del fatto che i terreni sui quali sorgono i fabbricati, in ossequio alle disposizioni ora vigenti, non sono più ammortizzabili.

I criteri di redazione e di valutazione per il 2006, la cui adozione è da noi condivisa, sono rispondenti a quelli deliberati dal Consiglio Superiore e aderenti alle norme vigenti. Gli stessi, analiticamente illustrati nella nota integrativa, riflettono le regole contabili armonizzate dettate dal Consiglio direttivo della BCE e recepite ai fini della rendicontazione di esercizio ai sensi dell'art. 8 del D.Lgs. 10 marzo 1998, n. 43. La nota integrativa riporta anche tutte le altre informazioni normativamente previste.

Vi diamo atto che nella redazione del presente bilancio non si è reso necessario applicare la disposizione di deroga prevista dal quarto comma dell'articolo 2423 del codice civile.

L'iscrizione nello stato patrimoniale delle imposte differite attive, originatesi dal riporto in avanti delle perdite fiscali degli anni 2002-2004, si basa sulla ragionevole certezza – tenuto conto delle prospettive reddituali dell'Istituto – di recuperare fiscalmente l'intero ammontare delle menzionate perdite. In relazione alle risultanze dell'esercizio, le imposte differite attive in parola si riducono di 275 milioni (da 7.937 a 7.662 milioni).

Il Consiglio Superiore ha deliberato di assegnare 396 milioni al fondo rischi generali, utilizzato in misura significativa nel triennio 2002-2004. Con l'accantonamento del 2006 prosegue il reintegro del fondo avviato nel precedente esercizio.

Vi attestiamo che la consistenza complessiva dei fondi rischi e degli accantonamenti è da noi giudicata prudente. In particolare, gli "accantonamenti a garanzia del trattamento integrativo di quiescenza del personale" tengono conto sia delle riserve matematiche corrispondenti alla situazione del personale avente titolo e a quella dei pensionati, sia delle indennità di fine rapporto maturate nell'anno dai dipendenti che ne hanno titolo.

Il Consiglio Superiore Vi propone, ai sensi dell'art. 39 dello Statuto, il seguente riparto dell'utile netto dell'esercizio pari a 133.757.713 euro:

– alla Riserva ordinaria, nella misura del 20 per cento.....	€	26.751.543
– ai Partecipanti, in ragione del 6 per cento del capitale	€	9.360
– alla Riserva straordinaria, nella misura del 20 per cento	€	26.751.543
– ai Partecipanti, nella misura del 4 per cento del capitale, ad integrazione del dividendo	€	6.240
– allo Stato, il residuo di	€	80.239.027
Totale	€	133.757.713

Il Consiglio Superiore, a norma dell'art. 40 dello Statuto e nel rispetto dei limiti da esso previsti, propone una ulteriore assegnazione ai Partecipanti pari a 53.466.000 euro da prelevare dai frutti degli impieghi della riserva ordinaria e di quella straordinaria, corrispondente allo 0,50 per cento dell'importo delle cennate riserve al 31 dicembre 2005.

Nel corso del 2006 abbiamo assistito a tutte le riunioni del Consiglio Superiore e, sino all'entrata in vigore del nuovo Statuto della Banca, a quelle del Comitato e abbiamo eseguito le verifiche ed i controlli di competenza, compresi quelli relativi alle consistenze di cassa e dei valori della Banca e dei terzi, accertando sempre la osservanza della legge, dello Statuto e del Regolamento generale della Banca.

L'attività delle Unità periferiche è stata da noi seguita, ai sensi degli artt. 19 e 20 dello Statuto, con l'ausilio dei Censori delle Sedi e delle Succursali, ai quali rivolgiamo un sentito ringraziamento.

Signori Partecipanti,

Vi proponiamo di approvare il bilancio dell'esercizio 2006 che Vi viene sottoposto, nel suo stato patrimoniale, nel conto economico e nella nota integrativa, assieme alla proposta di ripartizione dell'utile ed a quella dell'assegnazione aggiuntiva al capitale ai sensi dell'art. 40 dello Statuto.

Nel rassegnare il mandato che ci avete conferito, Vi ringraziamo della fiducia di cui ci avete onorato.

IL COLLEGIO SINDACALE

Gianfranco Zanda (presidente)
Giuseppe Bruni
Enrico Nuzzo
Angelo Provasoli
Massimo Stipo

DATI DI BILANCIO DELLE SOCIETÀ CONTROLLATE E COLLEGATE

SIDIEF — SOCIETÀ ITALIANA DI INIZIATIVE
EDILIZIE E FONDIARIE — S.p.A. — MILANO

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2006

ATTIVO	(importi in euro) 2006	2005
A Crediti verso Soci per versamenti ancora dovuti	**–**	**–**
B Immobilizzazioni		
I *Immobilizzazioni immateriali*		
1 Costi di impianto e di ampliamento	–	–
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	–	–
II *Immobilizzazioni materiali*		
1 Terreni e fabbricati	103.495.553	104.637.874
2 Impianti e macchinari	6.088	7.549
3 Attrezzature industriali e commerciali	–	–
4 Altri beni	114.570	78.468
5 Immobilizzazioni in corso ed acconti	–	–
Totale	*103.616.211*	*104.723.891*
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	**103.616.211**	**104.723.891**
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)	167.906	208.969
Verso clienti (esigibili oltre l'esercizio successivo)	14.000	20.400
2 Verso imprese controllate	–	–
3 Verso imprese collegate	–	–
4 Verso controllanti	–	–
4bis Crediti tributari (esigibili entro l'esercizio successivo)	80.382	78.988
4ter Imposte anticipate (esigibili entro l'esercizio successivo)	1.210.951	1.050.033
5 Verso altri (esigibili entro l'esercizio successivo)	232.315	199.088
Totale	*1.705.554*	*1.557.478*
III *Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni*		
1 Partecipazioni in imprese controllate	–	–
2 Partecipazioni in imprese collegate	–	–
3 Partecipazioni in imprese controllanti	–	–
4 Altre partecipazioni	–	–
5 Azioni proprie	–	–
6 Altri titoli	–	–
Totale	–	–
IV *Disponibilità liquide*		
1 Depositi bancari e postali	37.963.080	36.461.284
2 Assegni	–	–
3 Denaro e valori in cassa	516	807
Totale	*37.963.596*	*36.462.091*
Totale attivo circolante	**39.669.150**	**38.019.569**
D Ratei, risconti e disaggio		
1 Ratei attivi	54.221	18.122
2 Risconti attivi	227.511	153.701
3 Disaggio su prestiti	–	–
Totale ratei e risconti	**281.732**	**171.823**
Totale attivo	**143.567.093**	**142.915.283**

SIDIEF — SOCIETÀ ITALIANA DI INIZIATIVE
EDILIZIE E FONDIARIE — S.p.A. — MILANO

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2006

PASSIVO	(importi in euro) 2006	2005
A Patrimonio netto		
I *Capitale*	*107.000.000*	*107.000.000*
II *Riserva sovrapprezzo azioni*	–	–
III *Riserve di rivalutazione*		
1 Saldo attivo di rivalutazione monetaria ex-lege 72/83	6.341.456	6.341.456
2 Fondo di rivalutazione ex-lege 413/91	10.326.848	10.326.848
IV *Riserva legale*	*1.514.881*	*1.310.811*
V *Riserve statutarie*	–	–
VI *Riserva per azioni proprie in portafoglio*	–	–
VII *Altre riserve*		
1 Riserva straordinaria	7.607.890	7.607.891
2 Riserva disponibile	–	–
VIII *Utili (perdite) portati a nuovo*	–	–
IX *Utile (perdita) dell'esercizio*	*2.244.237*	*2.040.696*
Totale patrimonio netto	**135.035.312**	**134.627.702**
B Fondi per rischi ed oneri		
1 Per trattamento di quiescenza e simili	–	–
2 Per imposte anche differite	607.950	622.307
3 Altri (manutenzioni immobili)	2.914.000	2.656.000
Totale fondi per rischi ed oneri	**3.521.950**	**3.278.307**
C Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	**284.457**	**261.716**
D Debiti		
1 Obbligazioni	–	–
2 Obbligazioni convertibili	–	–
3 Debiti verso soci per finanziamenti	–	–
4 Debiti verso banche	–	–
5 Debiti verso altri finanziatori	–	–
6 Acconti	217.000	208.900
7 Debiti verso fornitori	778.696	1.040.838
8 Debiti rappresentati da titoli di credito	–	–
9 Debiti verso imprese controllate	–	–
10 Debiti verso imprese collegate	–	–
11 Debiti verso controllanti	–	–
12 Debiti tributari	2.459.526	2.463.396
13 Debiti verso Istituti di previdenza e sicurezza sociale	36.733	35.366
14 Altri debiti		
– altri	139.313	149.274
– depositi cauzionali	807.425	702.534
– interessi su depositi cauzionali	16.438	14.458
Totale debiti	**4.455.131**	**4.614.766**
E Ratei, risconti e aggio		
1 Ratei passivi	267.835	131.067
2 Risconti passivi	2.408	1.725
3 Aggio su prestiti	–	–
Totale ratei e risconti	**270.243**	**132.792**
Totale patrimonio netto e passivo	**143.567.093**	**142.915.283**
CONTI D'ORDINE		
Impegni assunti da terzi	724.736	1.221.131
Impegni assunti verso terzi	–	–
Garanzie ipotecarie	–	–
Totale conti d'ordine	**724.736**	**1.221.131**

SIDIEF – SOCIETÀ ITALIANA DI INIZIATIVE
EDILIZIE E FONDIARIE – S.p.A. – MILANO

CONTO ECONOMICO

		(importi in euro)	
		2006	2005
A	**Valore della produzione**		
1	Ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.716.277	8.496.023
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	40.514	42.976
Totale (A)		**8.756.791**	**8.538.999**
B	**Costi della produzione**		
6	Materie prime, sussidiarie, di consumo, merci	–	–
7	Servizi	2.760.866	2.697.025
8	Godimento di beni di terzi	28.095	27.372
9	Personale		
a	salari e stipendi	362.247	353.237
b	oneri sociali	89.190	91.323
c	trattamento di fine rapporto	30.737	29.878
d	trattamento di quiescenza e simili	–	–
e	altri costi	2.257	2.459
10	Ammortamenti e svalutazioni		
a	ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali	–	508
b	ammortamenti delle immobilizzazioni materiali	921.681	916.664
c	altre svalutazioni delle immobilizzazioni	–	–
d	svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante	35.000	–
11	Variazione rimanenze materie prime, di consumo e merci	–	–
12	Accantonamenti per rischi	–	–
13	Altri accantonamenti	847.826	939.883
14	Oneri diversi di gestione	1.076.050	1.036.958
Totale (B)		**6.153.949**	**6.095.307**
Differenza tra valore e costi della produzione (A–B)		**2.602.842**	**2.443.692**
C	**Proventi ed oneri finanziari**		
15	Proventi da partecipazioni	–	–
16	Altri proventi finanziari		
a	da crediti iscritti nelle immobilizzazioni	–	–
b	da titoli iscritti nelle immobilizzazioni che non costituiscono partecipazioni	–	–
c	da titoli iscritti nell'attivo circolante che non costituiscono partecipazioni	–	–
d	proventi diversi dai precedenti	1.145.609	832.113
17	Interessi ed altri oneri finanziari		
a	altri interessi	-173	-72
b	interessi su debiti a lungo termine	–	–
c	oneri finanziari su depositi cauzionali inquilini	-17.095	-15.414
17 bis	Utili e perdite su cambi	–	–
Totale (C)		**1.128.341**	**816.627**

SIDIEF – SOCIETÀ ITALIANA DI INIZIATIVE
EDILIZIE E FONDIARIE – S.p.A. – MILANO

CONTO ECONOMICO

	(importi in euro)	
	2006	2005
D Rettifiche di valore di attività finanziarie		
18 Rivalutazioni		
a di partecipazioni	–	–
b di immobilizzazioni finanziarie	–	–
c di titoli iscritti all'attivo circolante	–	–
19 Svalutazioni		
a di partecipazioni	–	–
b di immobilizzazioni finanziarie	–	–
c di titoli iscritti all'attivo circolante	–	–
Totale (D)	**–**	**–**
E Proventi ed oneri straordinari		
20 Proventi		
a plusvalenze su alienazione immobilizzazioni	766.466	1.140.137
b utilizzo fondo rischi tassato	–	–
c altri proventi	78.544	12.855
21 Oneri straordinari		
a minusvalenze su alienazione immobilizzazioni	–	–
c altri oneri	-2.328	-72.516
Totale (E)	**842.682**	**1.080.476**
Risultato prima delle imposte (A–B+C+D+E)	**4.573.865**	**4.340.795**
22 Imposte sul reddito dell'esercizio		
a imposte correnti	-2.504.903	-2.225.000
b imposte differite e anticipate	175.275	-75.099
23 UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO	**2.244.237**	**2.040.696**

SOCIETÀ PER LA BONIFICA DEI
TERRENI FERRARESI E PER
IMPRESE AGRICOLE – S.p.A. – ROMA

STATO PATRIMONIALE AL 31 DICEMBRE 2006

ATTIVO	(importi in migliaia di euro)	
	2006	2005
Attivo non corrente		
Immobilizzazioni materiali	127.328	125.429
Investimenti immobiliari	9.956	8.950
Attività biologiche	2.507	1.531
Immobilizzazioni immateriali	3	3
Attività finanziarie disponibili per la vendita	7.299	7.189
Crediti	62	65
Totale attivo non corrente	**147.155**	**143.166**
Attivo Corrente		
Rimanenze	1.727	2.069
Attività biologiche	821	845
Crediti verso clienti	481	885
Altre attività correnti	2.307	1.790
Crediti per imposte anticipate	2	–
Disponibilità liquide	2.050	2.607
Totale attivo corrente	**7.389**	**8.195**
Totale attivo	**154.544**	**151.361**
PASSIVO		
Patrimonio netto		
Capitale Sociale	5.794	5.794
Riserve da rivalutazione	2.936	2.936
Riserva di Fair Value	78.504	77.817
Altre riserve	21.579	21.279
Utili (perdite) a nuovo	-97	11
Utile (perdita) dell'esercizio	524	923
Totale patrimonio netto	**109.239**	**108.759**
Passivo non corrente		
Fondo imposte e imposte differite	40.764	40.897
Fondo T.F.R.	516	552
Finanziamenti a lungo termine	970	–
Altri fondi	40	40
Altri debiti non correnti	50	40
Totale passivo non corrente	**42.339**	**41.529**
Passivo corrente		
Debiti verso fornitori	762	354
Finanziamenti a breve termine	1.181	–
Altri debiti	1.022	719
Totale passivo corrente	**2.965**	**1.073**
Totale passivo	**154.544**	**151.361**
Conti d'ordine		
Fideiussioni	96	–
Garanzie reali prestate	1.500	–
Totale	**1.596**	**–**

SOCIETÀ PER LA BONIFICA DEI
TERRENI FERRARESI E PER
IMPRESE AGRICOLE – S.p.A. – ROMA

CONTO ECONOMICO

COMPONENTI ECONOMICHE	(importi in migliaia di euro)	
	2006	2005
Ricavi delle vendite	5.793	5.191
Variazioni rimanenze prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	-344	-100
Altri ricavi	2.419	2.180
Incrementi per lavori interni	582	591
VALORE DELLA PRODUZIONE	**8.451**	**7.863**
COSTI OPERATIVI		
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	22	40
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	1.849	1.864
Costi per servizi e godimento beni di terzi	1.794	1.848
Costi per il personale	2.799	2.634
Ammortamenti e svalutazioni	654	610
Accantonamenti per rischi e oneri	12	12
Altri costi operativi	916	864
TOTALE	**8.046**	**7.872**
RISULTATO OPERATIVO	**404**	**-9**
PROVENTI E ONERI FINANZIARI	**439**	**1.178**
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	**843**	**1.169**
Imposte sul reddito del periodo	-319	-246
RISULTATO DEL PERIODO	**524**	**923**
Utile per azione (in Euro):		
– base	0,0932	0,16
– diluito	0,0932	0,16

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 38 DELLO STATUTO DELLA BANCA D'ITALIA

Ai Partecipanti al capitale della
Banca d'Italia

1 Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio della Banca d'Italia (nel seguito anche "l'Istituto") chiuso al 31 dicembre 2006. Nella redazione del bilancio l'Istituto è tenuto all'osservanza di principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nella nota integrativa. La responsabilità della redazione del bilancio compete agli Organi Direttivi dell'Istituto. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.

2 Il nostro esame è stato condotto secondo gli statuiti principi di revisione. In conformità ai predetti principi la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli Organi Direttivi. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

Per il giudizio relativo al bilancio dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi, si fa riferimento alla nostra relazione emessa in data 26 maggio 2006.

3 A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della Banca d'Italia al 31 dicembre 2006 è conforme ai principi e criteri contabili dettati dalle norme speciali descritte nella nota integrativa; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'Istituto.

PRICEWATERHOUSECOOPERS

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 incrementato mediante un accantonamento a carico del conto economico dell'esercizio.

(b) Il conto economico dell'esercizio, come previsto da una specifica norma statutaria, include, tra le spese, l'attribuzione diretta alle riserve ordinaria e straordinaria del rendimento annuo degli investimenti ad esse relativi.

Roma, 25 maggio 2007

PricewaterhouseCoopers SpA

Antonio Taverna
(Revisore contabile)

AMMINISTRAZIONE DELLA BANCA D'ITALIA

AL 31 DICEMBRE 2006

DIRETTORIO

Mario DRAGHI	- Governatore
Fabrizio SACCOMANNI	- Direttore generale
Antonio FINOCCHIARO	- Vice direttore generale
Ignazio VISCO*	- Vice direttore generale
Giovanni CAROSIO*	- Vice direttore generale

* In carica dal 9.1.2007

CONSIGLIERI SUPERIORI

Paolo BLASI
Paolo DE FEO
Giampaolo de FERRA
Paolo Emilio FERRERI
Paolo LATERZA
Rinaldo MARSANO
Cesare MIRABELLI
Giovanni MONTANARI
Ignazio MUSU
Gavino PIRRI
Stefano POSSATI
Nicolò SCAVONE
Giordano ZUCCHI

SINDACI EFFETTIVI

Giuseppe BRUNI
Enrico NUZZO
Angelo PROVASOLI
Massimo STIPO
Gianfranco ZANDA

SINDACI SUPPLENTI

Cesare BISONI
Dario VELO

AMMINISTRAZIONE CENTRALE

FUNZIONARI GENERALI

Giancarlo MORCALDO	- Direttore centrale con compiti di alta consulenza per il Governatore
Mario MELONI	- Direttore centrale per l'area organizzazione e logistica
Francesco Maria FRASCA	- Direttore centrale con compiti di studio delle istituzioni dell'economia
Paolo PICCIALLI	- Segretario generale
Anna Maria TARANTOLA	- Direttore centrale per l'area Vigilanza creditizia e finanziaria con interim per l'area bilancio e controllo
Franco PASSACANTANDO	- Direttore centrale per l'area banca centrale e mercati con interim per l'area sistema dei pagamenti e tesoreria
Matilde Carla PANZERI	- Direttore centrale per l'area circolazione monetaria
Alberto Mario CONTESSA**	- Direttore centrale con compiti di alta consulenza al direttorio in materia di sviluppo delle tecnologie informatiche
Salvatore ROSSI**	- Direttore centrale per l'area ricerca economica

** In carica dal 5.2.2007

DELIBERAZIONI DELL'ASSEMBLEA

Alle ore 10.40, il Governatore prof. Mario Draghi, quale Presidente dell'Assemblea, dichiara aperta la seduta.

Sono presenti i Signori:

– prof. Vittorio Grilli, Direttore Generale del Tesoro, in rappresentanza del Ministro dell'Economia e delle Finanze;

– dott. Fabrizio Saccomanni, Direttore Generale della Banca d'Italia;

– dott. Antonio Finocchiaro, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia;

– dott. Ignazio Visco, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia;

– dott. Giovanni Carosio, Vice Direttore Generale della Banca d'Italia.

Sono altresì presenti i Consiglieri Superiori: prof. Paolo Blasi, ing. Paolo De Feo, prof. avv. Giampaolo de Ferra, avv. Paolo Emilio Ferreri, avv. Paolo Laterza, ing. Rinaldo Marsano, prof. Cesare Mirabelli, dott. Giovanni Montanari, prof. Ignazio Musu, avv. Gavino Pirri, sig. Stefano Possati, ing. Nicolò Scavone, dott. Giordano Zucchi;

nonché i Sindaci: prof. Giuseppe Bruni, prof. Angelo Provasoli, prof. Massimo Stipo, prof. Gianfranco Zanda.

Il Governatore invita il notaio dott. Paolo Castellini a redigere il verbale ai sensi dell'art. 10 dello Statuto e quindi, a seguito degli accertamenti eseguiti dal notaio stesso, dichiara che l'assemblea è legalmente costituita. I partecipanti intervenuti in via definitiva risultano in numero di 56, rappresentanti n. 291.487 quote di partecipazione, aventi diritto a n. 581 voti.

Vengono designati il dott. Alessandro Del Castello, nato a Sulmona il 26 agosto 1957 e il dott. Gabriele Grasso, nato a Roma il 21 dicembre 1951, ad assolvere le funzioni di scrutatori delegati per la firma del verbale.

Esaurite le operazioni preliminari, il Governatore invita l'Assemblea a passare allo svolgimento degli argomenti posti all'ordine del giorno pubblicato, ai sensi dell'art. 6 dello Statuto della Banca, sul Foglio delle Inserzioni della Gazzetta Ufficiale n. 53, Parte II, del giorno 8 maggio 2007:

1) Relazione del Governatore;

2) Relazione del Collegio sindacale;

3) Approvazione del bilancio dell'esercizio 2006 e deliberazioni a norma degli artt. 38, 39 e 40 dello Statuto;

4) Incarico di revisione contabile esterna a norma dell'art. 38 dello Statuto per il triennio 2007-2009;

5) Determinazione dell'assegnazione annua e delle medaglie di presenza da corrispondere a norma dell'art. 44 dello Statuto;

6) Determinazione dell'assegno annuale da corrispondere ai sindaci a norma dell'art. 19 dello Statuto;

7) Nomina dei sindaci e del presidente del Collegio sindacale e raccomandazione sui criteri di nomina.

Il Governatore passa alla lettura delle "Considerazioni finali" della Relazione, che viene seguita con particolare attenzione dai presenti e salutata, alla fine, da prolungati applausi.

Il Governatore dà poi la parola al Sindaco prof. Gianfranco Zanda che procede alla lettura delle conclusioni della relazione dei Sindaci.

Quindi, avendo l'Assemblea unanimemente deciso di omettere la lettura della restante parte della Relazione sull'esercizio 2006 nonché dei prospetti relativi alla situazione patrimoniale, al conto economico della Banca, alla nota integrativa, al rendiconto del Fondo pensione complementare per il personale della Banca d'Italia e alla Relazione della Società di revisione, il Governatore apre la discussione sul bilancio e sulla ripartizione degli utili.

Chiede di parlare l'ing. Enrico Salza, Presidente del Consiglio di gestione di Intesa Sanpaolo S.p.A., il quale, avutone il consenso, pronuncia le seguenti parole:

«Signor Governatore, Signori Partecipanti,

l'anno appena trascorso ha visto il sistema finanziario italiano protagonista di importanti trasformazioni, destinate ad incidere in maniera significativa sulla capacità dell'intero Paese di affrontare con successo le molte sfide poste dall'evoluzione del contesto internazionale.

Le Considerazioni da Lei appena illustrate confermano, con la consueta ampiezza analitica, un quadro complessivo dell'economia italiana in cui, nonostante alcuni perduranti aspetti di criticità, risulta prevalente un esteso miglioramento del contesto macroeconomico, caratterizzato dalla crescita del prodotto interno, dall' aumento dei flussi delle esportazioni nette e da una parziale riduzione degli squilibri di finanza pubblica, premessa indispensabile perché la ripresa in corso divenga duratura.

A tale miglioramento non sono stati sicuramente estranei i cambiamenti intervenuti all'interno del sistema bancario, ed è a questi, in considerazione della necessaria brevità di questo intervento, che limiterò le mie considerazioni.

Negli scorsi mesi, come Lei ha ricordato, si è assistito al concretizzarsi di importanti operazioni di concentrazione fra operatori italiani, che hanno reso possibile l'auspicato consolidamento degli assetti proprietari, anche nel mondo delle Banche Popolari, determinando condizioni di maggiore stabilità e un'ampia articolazione complessiva del mercato creditizio italiano, in cui operano un numero significativo di

banche locali, con diversi gradi di presenza territoriale, alcuni soggetti di dimensioni medio-grandi, tre dei quali controllati da banche estere, e due gruppi nazionali di dimensioni europee, in grado di competere e ampliarsi ulteriormente anche su scala globale.

Desidero a questo proposito sottolineare come tutto ciò sia avvenuto in presenza di un orientamento della vigilanza ispirato a principi di mercato e alla necessaria autonomia degli operatori, così come va enfatizzata la coerenza delle scelte adottate dalle banche nel definire strategie industriali chiare e di grande respiro.

Il processo di crescita dimensionale si è associato all'incremento della competizione interna al settore e ciò, insieme alle maggiori capacità operative e gestionali sviluppate dagli intermediari, sta producendo effetti positivi per gli stakeholder: risparmiatori, imprese, azionisti, comunità locali.

È in questo senso che le banche hanno rafforzato la capacità di competere del sistema Paese. Mi riferisco ai risultati raggiunti in termini di qualità e quantità dei servizi resi, di capacità di aderire e rispondere efficacemente alle esigenze dei clienti, di esprimere un'offerta in linea con i migliori standard internazionali, di comprimere i costi delle operazioni, da quelle più semplici a quelle più complesse.

Si tratta ovviamente di risultati migliorabili, ma è in questa direzione che si sono concentrati significativi investimenti sotto il profilo tecnologico, organizzativo e di formazione del personale, avendo chiaro che l'obiettivo deve essere quello di offrire consulenza qualificata e innovativa alle diverse fasce di clientela.

Va sottolineato in particolare il sostegno attivo e crescente rivolto alle imprese, a quelle di grandi dimensioni come a quelle piccole e medie, che costituiscono la gran parte del nostro sistema produttivo, accompagnate verso la crescita dimensionale, l'innovazione ed il rafforzamento della presenza sui mercati internazionali.

Mi preme ribadire che l'impegno del sistema bancario nei confronti delle imprese si fonda esclusivamente sulla valutazione selettiva del merito di credito e della capacità di quelle stesse aziende di generare ritorni sugli investimenti. Anche le scelte compiute dalle principali banche italiane in termini di sostegno finanziario ad alcuni grandi gruppi industriali trovano la loro ragion d'essere nella volontà di creare i presupposti necessari al ritorno di quelle aziende, essenziali in uno scenario nazionale caratterizzato dalla rarefazione della grande impresa, alla redditività e al successo, con ciò innescando un meccanismo virtuoso di innalzamento delle potenzialità del Paese e quindi delle aspettative riposte nel futuro.

Il processo di consolidamento del sistema bancario non ha generato effetti solo sul piano delle dimensioni, ma si è concretizzato nel raggiungimento di importanti risultati operativi e reddituali che hanno confermato, pur permanendo aree di miglioramento, la capacità delle banche di creare le condizioni per il raggiungimento di ulteriori, importanti traguardi.

È d'obbligo un accenno al quadro regolamentare all'interno del quale si sono realizzate tali scelte: un complesso di norme che mira a favorire il ripristino di un clima di fiducia tra mondo bancario, risparmiatori e imprese, condizione indispensabile per garantire al sistema stabilità e crescita sostenibile.

Per quanto riguarda in particolare gli interventi del legislatore nazionale, l'entrata a regime della legge sulla tutela del risparmio, che nella sua versione definitiva ha saputo valorizzare con realismo gli interventi suggeriti dal sistema stesso, ha efficacemente promosso la trasparenza come fattore competitivo per gli intermediari.

Sul versante comunitario è del resto riscontrabile una forte spinta al rafforzamento del mercato unico dei servizi finanziari. Ne è conferma la riforma della normativa di vigilanza prudenziale, anche da Lei richiamata, diretta a recepire l'Accordo di Basilea II, che premierà le imprese che hanno capacità di valutazione e gestione dei rischi. Parimenti, è notevole il contributo del sistema bancario al rinnovamento della normativa riguardante i mercati e i servizi di investimento, per i quali l'approssimarsi del recepimento della Direttiva Mifid costituisce un momento di radicale riassetto.

È auspicabile che il tempestivo adeguamento della normativa nazionale contribuisca a realizzare un contesto di uniformità di condizioni competitive fra i Paesi dell'Unione e si realizzi con l'adozione di misure idonee a gestire al meglio la transizione nella fase attuativa.

In generale, devo rilevare che sul piano normativo la continua tensione verso una relativa stabilizzazione dell'assetto regolamentare del settore vede ancora non del tutto risolte alcune questioni che dovranno essere affrontate in un periodo di tempo ragionevolmente breve.

È infatti altrettanto importante che per quanto riguarda le iniziative di risistemazione delle Autorità indipendenti il processo in corso si realizzi compiutamente, focalizzandosi prioritariamente sulla vigilanza sugli intermediari e sui mercati finanziari, secondo il modello di ripartizione delle competenze per finalità.

Ciò, peraltro, potrebbe anche accelerare la definitiva sistemazione degli assetti proprietari della Banca Centrale.

Come ricordato anche in occasione dell'Assemblea dello scorso anno dal professor Bazoli, la presenza di soggetti privati nel capitale della Banca, pur nella sua atipicità, ha garantito nel tempo la piena indipendenza dell'Istituto. Le banche partecipanti al capitale sono però pienamente consapevoli delle mutate esigenze di governance nonché degli effetti indotti, anche sotto questo profilo, dal processo di concentrazione in corso nel sistema, e disponibili quindi a collaborare in pieno con pragmatismo alla definizione delle ipotesi di nuovi assetti proprietari della Banca Centrale.

Ciò a due condizioni: in primo luogo che sia salvaguardato quel patrimonio di valori e competenze che ha contribuito a tutelare il prestigio e l'indipendenza di cui gode la Banca d'Italia. In secondo luogo che la cessione delle partecipazioni detenute dalle banche avvenga in modo da assicurarne l'adeguata valorizzazione, in linea con le concordi dichiarazioni di voto dei partecipanti all'Assemblea straordinaria di Banca d'Italia tenutasi il 28 novembre 2006, aventi per oggetto la richiesta di una più stretta correlazione del riparto degli utili con il valore economico delle quote detenute.

Ciò detto, voglio esprimere un particolare apprezzamento per il processo di riorganizzazione della Banca Centrale coerentemente portato avanti dal Governatore, avente

un'indubbia valenza sotto il profilo di quella necessaria opera di razionalizzazione delle Istituzioni che è poi indispensabile requisito perché intorno ad esse si coagulino legittimazione e consenso.

Concludo con un auspicio: che i principali attori del sistema economico europeo, banche e imprese, si trovino nei prossimi mesi a operare e competere in uno spazio istituzionale comunitario che abbia saputo trovare nuovi stimoli e ragioni di crescita. La costruzione europea attraversa un momento difficile. Eravamo 6 paesi cinquant'anni fa, siamo ora in 27. Moltissimi traguardi sono stati realizzati. Ma i cambiamenti negli equilibri mondiali si succedono con grande velocità. È dunque mutata la nostra missione: costruire un'Europa che sia davvero in grado di far sentire la propria voce nel mondo. Perché ciò sia possibile, dobbiamo però impegnarci affinché si realizzi un consenso per rilanciare il processo di riforma istituzionale fondato sul progetto di Costituzione europea. E non a caso il tema è caro al Presidente della Repubblica Giorgio Napolitano, così come lo è stato ed è al Presidente Carlo Azeglio Ciampi.

L'Italia in particolare deve continuare ad essere uno dei motori istituzionali della costruzione europea: solo la felice conclusione di tale processo potrà garantire all'Europa un posizionamento coerente con la sua storia e le sue potenzialità nel mercato globale.

"Signor Governatore, Signori,

avuta presente la relazione del Governatore e quella del Collegio sindacale sull'esercizio 2006, ho l'onore di sottoporre all'approvazione dell'Assemblea ordinaria annuale dei Partecipanti, ai sensi dell'articolo 7 dello Statuto, il bilancio della Banca – con il Rendiconto del Fondo pensione complementare – e l'assegnazione degli utili, a termini degli articoli 38 e 39 dello Statuto, nonché la proposta della ulteriore assegnazione a valere sui frutti degli investimenti delle riserve ai sensi dell'articolo 40 dello Statuto medesimo."

* * *

Il Governatore ringrazia l'ing. Enrico Salza per il suo intervento e il contributo arrecato alla discussione.

Dopo di che il Governatore invita l'assemblea a votare su quanto proposto.

Messa in votazione per alzata di mano, con prova e controprova, la proposta dell'ing. Enrico Salza viene approvata all'unanimità.

Restano così approvati il bilancio dell'esercizio 2006, unitamente al rendiconto del Fondo pensione complementare, l'assegnazione degli utili ai sensi degli artt. 38 e 39 dello Statuto, nonché l'ulteriore assegnazione ai sensi dell'art. 40 dello Statuto medesimo conformemente alle proposte del Consiglio superiore riportate in calce alla nota integrativa.

* * *

Il Governatore passa alla trattazione del punto 4 dell'ordine del giorno, e pronuncia le seguenti parole:

"Signori Partecipanti,

con il bilancio 2006, giunge a scadenza il mandato triennale per la revisione del bilancio della Banca, conferito dall'Assemblea dei Partecipanti del 31 maggio 2004 alla società PricewaterhouseCoopers.

Ciò premesso, informo che il Consiglio superiore, nella riunione del 24 aprile ultimo scorso, ha deliberato, con il parere favorevole del Collegio sindacale, di proporre all'Assemblea il rinnovo dell'incarico di revisione per il triennio 2007-2009 alla PricewaterhouseCoopers. Nel formulare tale proposta il Consiglio superiore ha considerato l'esperienza maturata dalla PricewaterhouseCoopers presso l'Istituto e il fatto che essa ha già ricevuto l'accettazione del Consiglio dell'Unione Europea in occasione del conferimento dell'incarico in scadenza.

Per lo svolgimento dell'incarico la PricewaterhouseCoopers prevede:

– tempi di intervento stimati, sulla base di una rinnovata valutazione dei carichi di lavoro effettuata alla luce dell'esperienza acquisita, in 2.500 ore per ciascun esercizio del triennio 2007-2009 (2.400 nel precedente contratto);

– un onere complessivo annuo di 268.000 euro (254.000 nel precedente contratto), più IVA nonché spese dirette e di segreteria addebitate in base ai costi effettivamente sostenuti e documentati e comunque non oltre il 3% del compenso."

Il Governatore indice, quindi, la votazione sulla proposta del Consiglio superiore di rinnovare, alle condizioni suddette, l'incarico di revisione del bilancio della Banca d'Italia per il triennio 2007-2009 alla società PricewaterhouseCoopers.

Eseguita la votazione per alzata di mano, con prova e controprova, risulta approvato all'unanimità il conferimento alla società PricewaterhouseCoopers dell'incarico di revisione del bilancio della Banca d'Italia per il triennio 2007-2009, alle condizioni citate.

* * *

Il Governatore passa alla trattazione dei punti 5 e 6 all'ordine del giorno e chiede se vi sono proposte per quanto riguarda l'assegnazione annua ed i rimborsi spese previsti dallo Statuto per i membri del Consiglio superiore (art.44) e del Collegio sindacale (art.19).

Chiede di parlare il dott. Alessandro Profumo, rappresentante dell'Unicredito Italiano, il quale, avutone il consenso, pronuncia le seguenti parole:

"In relazione alle più ampie competenze e responsabilità attribuite dal nuovo Statuto al Consiglio superiore e al Collegio sindacale, propongo che per la durata di tre anni:

– l'assegnazione annua spettante individualmente ai Consiglieri superiori venga stabilita in euro 30.000,00 (trentamila/00), al lordo delle ritenute fiscali e previdenziali, con decorrenza dal 1° luglio 2007;

– l'assegno fisso da corrispondersi annualmente a ciascun componente effettivo del Collegio sindacale venga stabilito in euro 25.000,00 (venticinquemila/00) per i

sindaci e in euro 30.000,00 (trentamila/00) per il Presidente, al lordo delle ritenute fiscali e previdenziali, con decorrenza dal 1° giugno 2007.

Propongo inoltre di fissare, con le citate decorrenze e per la stessa durata, l'ammontare dei rimborsi spese che competono ai Consiglieri superiori e ai Sindaci nelle seguenti misure, al lordo delle ritenute fiscali e previdenziali, ove dovute:

a) Consiglieri e Sindaci residenti fuori Roma: rimborso delle spese di soggiorno pro capite per ogni intervento entro il limite di euro 470,00 (quattrocentosettanta/00), sulla base dei relativi documenti di spesa, o , in alternativa, in misura forfetaria pari a euro 470,00 (quattrocentosettanta/00);

b) rimborso degli oneri di viaggio sulla base dei relativi documenti di spesa o, in alternativa, nella misura forfetaria annualmente stabilita dalla Banca sulla base delle vigenti tariffe aeree e/o ferroviarie;

c) Consiglieri e Sindaci residenti in Roma: rimborso spese di trasporto in misura forfetaria pari a euro 540,00 (cinquecentoquaranta/00) annui."

Il Governatore pone ai voti le proposte formulate dal dott. Alessandro Profumo.

Messe in votazione per alzata di mano, con prova e controprova, le proposte vengono approvate all'unanimità.

* * *

Il Governatore comunica che il Consiglio superiore ha proposto di stabilire, con decorrenza 1° luglio 2007 e per la durata di tre anni, il nuovo importo delle medaglie di presenza di cui all'art. 44 dello Statuto, per i Reggenti e i Consiglieri delle Filiali e i Delegati della Cassa Generale, come segue:

CASSA GENERALE

Per ciascun intervento in sacristia a qualsiasi titolo effettuato

Euro 66,00

Per il delegato di turno che, pur rimanendo a disposizione per l'intera settimana, limiti le sue prestazioni a un solo intervento

Euro 100,00

SEDI

REGGENTI

Per ciascun intervento: alle sedute del Consiglio di Reggenza; alle Assemblee generali presso le Sedi (limitatamente al Reggente che presiede l'Assemblea e a quello che compila il verbale). Per ciascun intervento in sacristia a qualsiasi titolo effettuato

Euro 66,00

Per il Reggente che sostituisce il Direttore (per ogni giornata di sostituzione)

Euro 165,00

Per il Reggente di turno che, pur rimanendo a disposizione per l'intera settimana, limiti le sue prestazioni a un solo intervento

Euro 100,00

REGGENTI CON FUNZIONI DI CENSORE

Per ciascun intervento: alle sedute del Consiglio di Reggenza; alle Assemblee presso le Sedi, in rappresentanza dei Sindaci. Per ciascun giorno di durata delle operazioni di verifica delle casse

Euro 66,00

SUCCURSALI

CONSIGLIERI

Per ciascun intervento alle adunanze consiliari

Euro 59,00

Per il Consigliere che sostituisce il Direttore (per ogni giornata di sostituzione)

Euro 153,00

CONSIGLIERI CON FUNZIONI DI CENSORE

Per l'intervento alle adunanze consiliari; per ciascun intervento in sacristia a qualsiasi titolo effettuato; per ciascun giorno di durata delle operazioni di verifica delle casse

Euro 59,00

Per il censore di turno che, pur rimanendo a disposizione per l'intera settimana, limiti le sue prestazioni a un solo intervento

Euro 84,00

REGGENTI E CONSIGLIERI CON FUNZIONI DI CENSORE

Presso le Filiali non dotate della cassa di servizio, ovvero nella ipotesi di mancato funzionamento della stessa, per il normale servizio di sacristia (estrazione ed immissione di valori) devono essere liquidate due medaglie giornaliere.

Tutti gli importi sopra indicati sono al lordo delle ritenute fiscali e previdenziali.

* * *

Il Governatore pone ai voti la predetta proposta in merito alla determinazione delle medaglie di presenza.

Messa in votazione per alzata di mano, con prova e controprova, la proposta viene approvata all'unanimità.

* * *

Alle ore undici e cinquantadue il Governatore sospende la seduta per dare agio agli invitati di lasciare la sala.

* * *

Ripresa la seduta alle ore dodici e otto minuti, il Governatore passa alla trattazione del punto 7 all'ordine del giorno e comunica che in data odierna scade il mandato triennale del Presidente del Collegio sindacale e dei Sindaci effettivi e supplenti attualmente in carica e invita, quindi, i partecipanti a votare per l'elezione, per il prossimo triennio, dei componenti dell'organo.Chiede di parlare l'ing. Enrico Salza, Presidente del Consiglio di gestione di Intesa Sanpaolo S.p.A. il quale, avutone il consenso, pronuncia le seguenti parole:

"Signori,

con la lettera di convocazione della presente assemblea abbiamo ricevuto anche il testo della raccomandazione del Consiglio superiore in ordine ai criteri di nomina del Collegio sindacale. In particolare, al fine di assicurare l'indipendenza dei componenti del citato Collegio, il Consiglio superiore rappresenta l'opportunità che gli stessi non rivestano incarichi di amministrazione, direzione e controllo presso banche o altri soggetti operanti nel settore dell'intermediazione finanziaria, né svolgano attività incompatibili con la richiamata posizione di indipendenza dell'organo di controllo dell'Istituto. Inoltre il Consiglio superiore ha espresso l'opportunità che, all'atto dell'accettazione dell'incarico, i Sindaci effettivi e supplenti sottoscrivano una lettera di intenti contenente:

– una declaratoria di non essere in una delle situazioni sopra descritte al momento dell'assunzione della carica;

– l'impegno di rendere note tempestivamente eventuali situazioni di incompatibilità con la richiamata posizione di indipendenza che si dovessero verificare nel corso del mandato, per le conseguenze che ne potrebbero scaturire;

– l'impegno a riferire al Presidente del Collegio i casi dubbi.

In osservanza a tale raccomandazione, propongo che siano eletti i seguenti nominativi:

Presidente: PROVASOLI prof. Angelo, nato a Milano il 7 aprile 1942;

Sindaco effettivo: VELO prof. Dario, nato a Vigevano (PV) il 17 aprile 1945;

Sindaco effettivo: GUALANDRI prof.ssa Elisabetta, nata a Modena il 12 giugno 1955;

Sindaco effettivo: MOSCO prof. Gian Domenico, nato a Roma il 1° ottobre 1954;

Sindaco effettivo: FIORI prof. Giovanni, nato a Padova il 15 dicembre 1961;

Sindaco supplente: DE ANGELIS prof. Lorenzo, nato a Genova il 12 maggio 1950;

Sindaco supplente: SANDRI prof. Sandro, nato a Bologna il 3 giugno 1955."

* * *

Il Governatore - dopo aver ringraziato l'ing. Enrico Salza - dà inizio alle votazioni.

Si procede quindi, per appello nominale e per schede segrete, alla elezione del Presidente e dei membri effettivi e supplenti del Collegio sindacale, ai sensi dell'art. 7 dello Statuto.

Terminate le operazioni di scrutinio, il Governatore comunica l'esito della votazione. Risultano eletti per un triennio i Signori:

Presidente del Collegio Sindacale

PROVASOLI prof. Angelo ..... con voti 514

Sindaci effettivi

VELO prof. Dario ..... con voti 507

GUALANDRI prof.ssa Elisabetta ..... con voti 526

MOSCO prof. Gian Domenico ..... con voti 514

FIORI prof. Giovanni ..... con voti 514

Sindaci supplenti

DE ANGELIS prof. Lorenzo ..... con voti 509

SANDRI prof. Sandro ..... con voti 514

Il Governatore - dopo aver rivolto un ringraziamento agli intervenuti - alle ore dodici e quaranta dichiara chiusa l'assemblea.