



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

# Relazione Annuale sul 2014 in sintesi

Roma, 26 maggio 2015

## LA RELAZIONE ANNUALE SUL 2014 IN SINTESI

### *L'economia internazionale e l'area dell'euro*

[1] Nel 2014 *l'attività economica mondiale* ha deluso le attese, mantenendo lo stesso modesto ritmo del biennio precedente. Nei paesi avanzati si è ampliato il divario tra la crescita più sostenuta degli Stati Uniti e del Regno Unito e quella, assai più debole, del Giappone e dell'area dell'euro. Nei paesi emergenti e in via di sviluppo l'attività economica ha invece nell'insieme rallentato, come nel triennio precedente, frenata da fragilità strutturali e, in alcuni casi, dall'acuirsi di vincoli esterni, soprattutto di natura finanziaria.

L'inflazione è scesa in tutti i paesi avanzati, riflettendo la persistente debolezza della domanda a livello globale e il calo dei prezzi delle materie prime. Le politiche monetarie sono rimaste accomodanti, ma con andamenti diversi tra aree: la Riserva federale ha cessato di acquistare titoli e ha continuato a prospettare un graduale aumento dei tassi ufficiali; in Giappone e nell'area dell'euro è stato invece rafforzato l'orientamento espansivo. Negli ultimi mesi dell'anno, la ridotta inflazione in Cina e in India ha consentito una distensione delle condizioni monetarie.

La volatilità sui mercati finanziari è rimasta contenuta, ma è tornata occasionalmente ad aumentare in coincidenza con segnali di peggioramento del quadro globale, della situazione economica in Grecia e delle tensioni geopolitiche in *Ucraina*. Il rafforzamento delle prospettive di crescita negli Stati Uniti ha provocato un apprezzamento del dollaro. *I tassi di interesse a lunga scadenza sono scesi in tutti i paesi avanzati*. Il brusco ridimensionamento dei flussi di capitali verso i paesi emergenti nella seconda metà dell'anno ha alimentato pressioni sulle valute e per questa via sull'inflazione delle economie più vulnerabili (Brasile, Russia e Turchia); le Banche centrali di questi paesi hanno reagito con politiche monetarie più restrittive nonostante il deterioramento del quadro congiunturale.

#### RIQUADRI

*L'ipotesi di stagnazione secolare*

*I riflessi economici della crisi in Ucraina*

[2] Anche il *commercio mondiale* è aumentato assai meno rispetto alle attese formulate all'inizio dello scorso anno; vi hanno contribuito la debolezza dell'attività globale e una risposta degli scambi alla dinamica del prodotto meno forte nel confronto con gli anni precedenti la crisi del 2008. Questa minore reattività potrebbe rivelarsi persistente, essendo attribuibile al venir meno di effetti una tantum di mutamenti

strutturali nel commercio mondiale, fra cui la rapida espansione delle *catene globali del valore* nei due passati decenni.

I mercati delle materie prime nel 2014 sono stati contraddistinti da un rapido e deciso calo delle quotazioni del petrolio, che ha pochi precedenti storici. Vi hanno concorso l'accelerazione dell'offerta indotta dal rapido aumento della produzione di greggio negli Stati Uniti, la decisione dell'OPEC in novembre di non ridurre la propria e il rallentamento della domanda di petrolio, dovuto al progressivo indebolirsi della crescita globale attesa.

Gli squilibri nelle bilance dei pagamenti si sono ridotti notevolmente negli ultimi anni; continuano però a rappresentare un rischio per l'economia mondiale. Gli aggiustamenti fin qui osservati sono dovuti più a una brusca diminuzione nella domanda dei paesi in disavanzo che a una ricomposizione della spesa riguardante le economie in avanzo. La persistenza nei segni dei saldi correnti dei maggiori debitori e creditori netti ha determinato un nuovo incremento delle consistenze di posizioni debitorie e creditorie nette sull'estero, fonte di vulnerabilità se le condizioni finanziarie globali dovessero deteriorarsi.

La rete di sostegno finanziario internazionale è un primo presidio contro questi rischi. Il ritardo nell'introduzione della riforma volta ad accrescere le risorse del Fondo monetario internazionale e a dare più peso alle economie emergenti nella sua governance indebolisce la capacità di risposta del Fondo, spingendo tali economie a trovare garanzie alternative, attraverso accordi di finanziamento regionale e l'accumulazione di riserve valutarie.

## RIQUADRI

*La debolezza del commercio mondiale e il ruolo delle catene globali del valore*

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

L'inflazione è scesa ben al di sotto della definizione di stabilità dei prezzi del Consiglio direttivo della Banca centrale europea, divenendo negativa in dicembre; è rimasta eccezionalmente bassa anche al netto delle componenti più volatili. Le aspettative di inflazione sugli orizzonti di medio periodo hanno raggiunto, per la prima volta dall'avvio dell'Unione monetaria, valori molto inferiori al 2 per cento.

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

## RIQUADRI

*Gli squilibri macroeconomici nell'Unione europea*

*Uno schema di assicurazione contro la disoccupazione nell'area dell'euro*

[4] Il *Consiglio direttivo della BCE* ha reso decisamente più espansive le condizioni monetarie, a fronte dei livelli eccezionalmente bassi raggiunti dall'inflazione effettiva e attesa. Nel 2014 ha ridotto i tassi ufficiali fino al limite oltre il quale non reputa più possibili ulteriori ritocchi al ribasso; ha attuato operazioni di rifinanziamento a più lungo termine per stimolare l'offerta di credito; ha dato avvio all'acquisto di titoli privati. Lo scorso gennaio, con l'ulteriore peggioramento delle prospettive sui prezzi, il Consiglio ha valutato lo stimolo monetario ancora insufficiente e ha deciso di estendere l'acquisto ai titoli pubblici. Il *programma complessivo* prevede interventi per 60 miliardi di euro al mese almeno sino alla fine di settembre del 2016 e comunque fino a quando non si verifichi un aggiustamento duraturo dell'inflazione coerente con l'obiettivo di stabilità dei prezzi.

Le decisioni del Consiglio si sono basate sulla crescente evidenza che l'andamento della domanda aggregata ha contribuito in misura significativa al calo dell'inflazione, sulla particolare rilevanza dei rischi di disancoraggio delle aspettative e sulla consapevolezza che i *costi della deflazione sarebbero elevati*.

Gli effetti di queste decisioni sui mercati finanziari sono stati ampi; in prospettiva, la crescita e l'inflazione potranno trarne un impulso significativo. La trasmissione degli effetti del programma di acquisto di titoli pubblici ai rendimenti e al tasso di cambio si è in parte realizzata già dal novembre 2014, quando il Consiglio ha annunciato l'avvio dei lavori preparatori.

## RIQUADRI

*Il programma di acquisto di titoli*

*I rischi di un'inflazione troppo bassa per un periodo prolungato*

### *L'economia italiana*

[5] In *Italia*, nel corso del 2014 la prolungata flessione del PIL si è attenuata, annullandosi nell'ultimo trimestre grazie alla timida ripresa della domanda interna; l'attività economica è cresciuta all'inizio del 2015. Il programma di acquisto di titoli dell'Eurosistema potrà imprimere un impulso alla crescita dell'economia italiana nel biennio 2015-16.

Nell'anno appena trascorso il principale freno alla crescita è derivato dal calo degli investimenti, che sono tuttavia tornati ad aumentare, seppur lievemente, nel quarto trimestre. La spesa delle famiglie ha proseguito il lento recupero in atto dalla metà del 2013. Le esportazioni hanno registrato un deciso rialzo, sospinte dalla crescita della domanda potenziale e dai guadagni di competitività di prezzo, di cui però hanno

beneficiario solo le imprese più produttive e innovative. Nel complesso dell'economia pesano la proporzione elevata di microimprese, la presenza di assetti organizzativi e manageriali inadeguati e una struttura finanziaria con un limitato apporto di capitale di rischio: ne risulta ostacolata l'attività innovativa, fattore cruciale per la crescita, che in Italia è meno intensa rispetto ai principali paesi avanzati.

Ha continuato ad ampliarsi il divario di crescita tra Mezzogiorno e Centro Nord, dove la presenza di imprese in grado di trarre vantaggio dall'incremento della domanda estera è più alta.

Il *superamento duraturo della prolungata crisi dell'economia italiana* richiede la rimozione degli ostacoli che hanno a lungo frenato i piani di investimento, in modo da realizzare appieno le opportunità offerte dal contesto ciclico più favorevole.

## RIQUADRI

### *Il prodotto potenziale e l'output gap in Italia*

[6] La flessione degli investimenti si è attenuata nel corso dell'anno, segnando una lieve ripresa nel quarto trimestre. L'accumulazione di capitale da parte delle imprese è stata rallentata dalle *prospettive incerte della domanda* e dal permanere di ampi margini di capacità produttiva inutilizzata. Le condizioni di offerta del credito sono gradualmente migliorate, soprattutto per effetto della riduzione dei tassi di interesse. Secondo il sondaggio della Banca d'Italia presso le imprese dell'industria e dei servizi, l'accumulazione tornerebbe a crescere nel 2015, soprattutto tra quelle di maggiore dimensione.

La variabilità tra le imprese, già elevata nel confronto internazionale, continua ad ampliarsi. I risultati si confermano migliori per le aziende esportatrici, per quelle più innovative e meno indebitate, tipicamente di dimensione medio-grande. La struttura produttiva italiana è caratterizzata da un peso elevato di imprese di piccola dimensione, con minore attività innovativa ed elevati livelli di indebitamento; tali caratteristiche possono ridurre la capacità di competere delle aziende e *limitarne le scelte finanziarie*.

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

## RIQUADRI

### *Le determinanti della caduta degli investimenti*

### *Le principali iniziative di sostegno finanziario alle imprese*

[7] Nella media dell'anno scorso la spesa per consumi delle *famiglie* è aumentata, per la prima volta dal 2010, ma rimane inferiore ai livelli del 2007 di circa l'8 per cento. Sono cresciuti soprattutto gli *acquisti di beni durevoli*, che più avevano risentito della crisi finanziaria globale e della successiva crisi del debito sovrano. La propensione al risparmio è lievemente scesa e il clima di fiducia delle famiglie è migliorato.

La flessione del potere di acquisto si è interrotta, grazie al modesto aumento dell'occupazione, al calo dell'inflazione e ai trasferimenti del Governo a favore dei redditi da lavoro dipendente medio bassi. Il valore della ricchezza in rapporto al reddito disponibile si è stabilizzato, soprattutto per la rivalutazione delle attività finanziarie. L'indagine sui bilanci delle famiglie condotta dalla Banca d'Italia indica che il 90 per cento circa del bonus fiscale sarebbe stato speso e che, nei primi mesi del 2015, la quota delle famiglie che segnala di arrivare con difficoltà alla fine del mese si sarebbe lievemente ridotta rispetto a un anno prima. Secondo le indagini dell'Istat, la popolazione al di sotto della soglia di povertà assoluta è però più che raddoppiata rispetto al 2007, raggiungendo il 10 per cento nel 2013.

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

## RIQUADRI

### *La recessione e i consumi delle famiglie*

[8] Dopo due anni di flessione, nel 2014 il *numero di occupati* ha smesso di diminuire, ma la disoccupazione è rimasta assai elevata. L'occupazione è stata sostenuta prevalentemente dalla ripresa della componente alle dipendenze a tempo determinato, trainata dalla domanda di lavoro delle imprese che beneficiano in misura maggiore dell'espansione degli scambi con l'estero. A fronte di una dinamica comunque modesta dell'occupazione, il tasso di disoccupazione ha raggiunto un massimo storico, sospinto dall'espansione dell'offerta di lavoro indotta dall'allungamento della vita lavorativa e dalla persistente debolezza delle condizioni economiche delle famiglie.

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

La legge delega per la riforma del mercato del lavoro (Jobs Act) è stata approvata alla fine del 2014. Rafforzando alcuni degli indirizzi sottostanti agli interventi realizzati nel 2012, i primi due decreti attuativi, in vigore da marzo di quest'anno, intervengono sugli ammortizzatori sociali, ampliandone ulteriormente le platee di beneficiari potenziali, e sulla disciplina del licenziamento, rendendone gli esiti meno incerti. Le assunzioni a tempo indeterminato sono aumentate in misura cospicua nel primo

trimestre dell'anno in corso, sospinte anche dagli sgravi contributivi temporaneamente concessi. Nel complesso, queste misure possono agevolare la ricomposizione delle assunzioni verso forme contrattuali più stabili.

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

La competitività di prezzo dell'Italia, come quella degli altri maggiori paesi dell'area, è migliorata nei mesi più recenti, soprattutto per effetto del deprezzamento del cambio dell'euro. Rispetto all'inizio dell'Unione monetaria la competitività di prezzo dell'Italia è rimasta invariata, mentre è migliorata in Germania e in Francia.

#### RIQUADRI

*I cambiamenti nelle politiche di prezzo delle imprese durante la recessione*  
*Il calo del prezzo del petrolio e la struttura del settore energetico*

[10] A fronte della debolezza della domanda interna, nel 2014 le esportazioni hanno accelerato e il saldo corrente della *bilancia dei pagamenti* ha continuato a migliorare, anche correggendo per gli effetti del ciclo. L'aggiustamento complessivo rispetto al minimo toccato nel 2010, pari a oltre cinque punti di PIL, è dovuto per circa la metà a *fattori strutturali*; vi ha contribuito l'andamento favorevole delle esportazioni di beni, cresciute più della domanda sui mercati di sbocco. La dimensione di impresa, minore in Italia rispetto ad altri paesi europei, rimane però un ostacolo a una maggiore *presenza commerciale* sui mercati esteri.

Si sono rafforzati gli afflussi di capitali. Gli acquisti dall'estero di titoli di portafoglio italiani, inclusi quelli pubblici, confermano la fiducia degli investitori nei confronti del nostro paese. Di conseguenza è proseguito il miglioramento del saldo passivo della Banca d'Italia sul sistema dei pagamenti TARGET2, sia pur con oscillazioni legate alla politica di emissioni da parte del Tesoro e al ricorso delle banche al rifinanziamento della BCE.

#### RIQUADRI

*La posizione dell'Italia nelle catene globali del valore*  
*Il saldo di conto corrente aggiustato per il ciclo*

[11] In un contesto macroeconomico difficile, la *politica di bilancio* è stata sostanzialmente neutrale. Nell'ambito dei vincoli previsti dalle regole europee,

il Governo ha adottato misure di ricomposizione del bilancio pubblico al fine di sostenere l'economia. È stato in particolare ridotto il cuneo fiscale sui redditi da lavoro dipendente medio bassi. Nonostante il protrarsi della recessione, *il disavanzo delle Amministrazioni pubbliche si è mantenuto stabile* al 3 per cento del prodotto. Il rapporto tra il debito e il PIL è aumentato, risentendo del ristagno del prodotto nominale; circa un terzo dell'incremento è dovuto agli oneri relativi al pagamento di *debiti pregressi delle Amministrazioni pubbliche* e al sostegno finanziario ad altri paesi dell'area dell'euro.

Nell'anno in corso, secondo il Documento di economia e finanza, l'orientamento della politica di bilancio rimarrà pressoché neutrale: la riduzione della spesa per interessi consentirà comunque un lieve miglioramento del saldo strutturale.

#### RIQUADRI

*Il pareggio di bilancio nei programmi del 2012 e la dinamica della spesa*  
*Le imposte locali sulla proprietà della prima casa: aspetti redistributivi*  
*I debiti commerciali delle Amministrazioni pubbliche*

[12] Nel 2014 è proseguito il *processo di riforma*: sono stati modificati diversi istituti del diritto societario per favorire il ricorso delle imprese ai mercati finanziari; si è intervenuto sulla giustizia civile per ridurre il contenzioso e i tempi delle procedure; è stato potenziato il ruolo dell'Autorità nazionale anticorruzione per rafforzarne l'efficacia dell'azione. Infine, con la presentazione del disegno di legge annuale sulla concorrenza nel febbraio di quest'anno, la regolamentazione dei mercati del prodotto, già interessata da rilevanti interventi nel triennio precedente, è stata nuovamente oggetto di attenzione.

Il *processo di riforma ha già dato risultati*: è diminuito il numero di procedimenti pendenti negli uffici giudiziari; è *aumentato il grado di apertura alla concorrenza*. Gli effetti sull'attività economica sono stati attutiti, oltre che dal permanere di ritardi nei processi di attuazione di molte norme, dalla debolezza della fase ciclica e dalla bassa inflazione. Resta critico il funzionamento del diritto fallimentare, con riferimento sia alla liquidazione delle imprese insolventi sia alla risoluzione delle crisi reversibili.

L'attività delle imprese rimane condizionata in Italia dalle debolezze del quadro regolatorio e del contesto istituzionale. I processi di riallocazione delle risorse, decisivi per uscire dalla prolungata recessione, risentono di una scarsa efficacia dell'azione amministrativa e dei tempi della giustizia civile, della percezione di una *diffusa corruzione*, nonché dell'elevato grado di regolamentazione di alcuni mercati e delle disfunzioni degli istituti di gestione delle crisi d'impresa.

#### RIQUADRI

*Le riforme della concorrenza e gli andamenti macroeconomici*  
*Le distorsioni nelle misure soggettive di corruzione*



[13] Nel 2014 e nei primi mesi dell'anno in corso, l'attività di raccolta degli *intermediari creditizi e degli investitori* istituzionali ha risentito dell'abbondante liquidità sui mercati e dei bassi tassi di interesse. Il costo molto contenuto della provvista, sia all'ingrosso sia al dettaglio, ha consentito alle banche, la cui raccolta è nel complesso scesa, di ridurre significativamente il rifinanziamento presso l'Eurosistema. Gli investitori istituzionali hanno invece raccolto fondi per 110 miliardi, l'ammontare più elevato degli ultimi quindici anni, traendo vantaggio dalla sostituzione operata dai risparmiatori a favore di attività finanziarie con rendimenti più elevati.

I rischi connessi a uno scenario di prolungati bassi tassi d'interesse restano contenuti sia per gli intermediari sia per gli investitori istituzionali italiani, grazie al sostanziale bilanciamento della durata finanziaria e dei rendimenti di attività e passività.

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

La dinamica del credito è stata molto più favorevole per le imprese che non hanno debiti deteriorati. Nel 2014 nell'industria manifatturiera i finanziamenti a queste imprese sono cresciuti. L'indagine trimestrale sul credito bancario ha rilevato un progressivo allentamento delle condizioni di offerta nel corso del 2014, soprattutto per le imprese meno rischiose.

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

Sono allo studio misure volte a incentivare la riduzione dei crediti in sofferenza. Il limitato sviluppo di un mercato privato dei crediti in sofferenza costituisce un ostacolo al riassorbimento degli effetti della crisi.

Sono aumentati in misura considerevole gli utili di tutte le categorie di investitori istituzionali, sospinti dall'andamento positivo della raccolta.

Nel 2014 si è svolto l'esercizio di valutazione approfondita dei bilanci dei maggiori intermediari creditizi dell'area dell'euro (*comprehensive assessment*). Tale esercizio, propedeutico all'avvio del Meccanismo di vigilanza unico, ha contribuito ad accrescere la trasparenza dei bilanci e a rafforzare la fiducia del mercato. I risultati per le banche italiane sono stati nel complesso positivi. Le banche che presentavano carenze

di capitale hanno presentato piani di rafforzamento patrimoniale; la Banca d'Italia ne sta seguendo l'attuazione nell'ambito del Consiglio di vigilanza.

## RIQUADRI

### *Le principali banche dell'area dell'euro: composizione dell'attivo e redditività*

[14] È proseguito il miglioramento delle condizioni dei *mercati finanziari italiani* che si era avviato nella metà del 2012, dopo la fase più acuta della crisi del debito sovrano. Il prevalere di condizioni via via più distese ha riflesso, oltre al venire meno dei timori circa la solidità dell'Unione monetaria, l'orientamento progressivamente più espansivo della politica monetaria e, da ultimo, l'avvio degli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema. Gli investitori esteri hanno mostrato rinnovato interesse per i titoli di Stato italiani. I premi per il rischio di credito sulle obbligazioni emesse dalle imprese e dalle banche italiane si sono ridotti in misura marcata. Nel complesso del 2014 i corsi azionari sono rimasti pressoché invariati, ma hanno registrato una forte crescita dall'inizio di quest'anno.

Con l'avvio degli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema, i tassi di interesse sui titoli di Stato italiani e i differenziali con la Germania sono scesi sensibilmente su tutte le scadenze. Successivamente, un parziale rialzo dei tassi a lungo termine, che ha riguardato in misura analoga i titoli italiani e quelli tedeschi, ha riflesso un primo, moderato innalzamento delle aspettative di inflazione e la chiusura di alcune posizioni speculative. Con l'avvio del programma di acquisto non si sono ridotte né la disponibilità di titoli di Stato italiani né la liquidità complessiva del loro mercato secondario.

Ha continuato a diminuire la *frammentazione dei mercati finanziari* dell'area dell'euro lungo i confini nazionali. Tra la fine del 2014 e l'inizio del 2015 la dispersione tra i paesi dell'area degli spread sulle obbligazioni private si è drasticamente ridotta. L'avvio degli acquisti di titoli pubblici da parte dell'Eurosistema, rilanciando le prospettive di crescita, ha migliorato, nella percezione degli investitori, il grado di affidabilità creditizia di banche e imprese, ha confermato la coesione dell'Unione monetaria e ha accresciuto la propensione ad assumere posizioni rischiose.

Rimane tuttavia elevato il rischio di disordinate ricomposizioni dei portafogli, come evidenziato dalle fluttuazioni dei prezzi delle attività finanziarie osservate in seguito alla crisi tra Russia e Ucraina, all'incertezza legata alla situazione in Grecia e ai conflitti in Medio Oriente.

## RIQUADRI

### *La frammentazione del mercato delle obbligazioni di banche e imprese nell'area dell'euro*

[15] L'innalzamento della qualità dell'*azione amministrativa* può fornire un contributo importante all'attività economica: l'esperienza recente in Italia mostra che iniziative volte a ridurre gli *oneri burocratici per le imprese* possono avere effetti positivi.

L'azione delle Amministrazioni pubbliche italiane, sulla base degli indicatori della Banca Mondiale, rimane meno efficace nel confronto con le principali economie. Vi è però un'elevata eterogeneità nel Paese. Ad esempio, secondo una misura connessa con il rilascio di autorizzazioni per lo svolgimento di attività produttive da parte dei Comuni, il Mezzogiorno, pur facendo registrare prestazioni in media peggiori rispetto al Centro Nord, comprende una quota non trascurabile di amministrazioni virtuose. L'evidenza indica che è cresciuta nel tempo la disorganicità con cui le norme vengono modificate; la loro attuazione è ancora lenta, causando incertezza, ma sono stati compiuti significativi progressi.

Alcuni aspetti del funzionamento delle Pubbliche amministrazioni italiane limitano l'efficacia della loro azione. Tra questi: il decentramento legislativo e amministrativo in cui non è sempre chiara l'attribuzione delle responsabilità; la ridotta attrattività dell'*impiego pubblico*, che risente sia di percorsi di carriera che non compensano adeguatamente competenze e merito, sia di modalità di reclutamento non sempre sufficientemente selettive e che accrescono l'incertezza circa la stabilità del rapporto; l'inefficacia dei sistemi di valutazione delle performance organizzative e individuali; le tecnologie dell'informazione, ancora poco diffuse e scarsamente impiegate nell'erogazione di servizi all'utenza.

#### RIQUADRI

*Costi di avvio e dinamica di impresa*

*La scelta di lavorare nel settore pubblico: il ruolo del precariato*