

CASSA DEPOSITI E PRESTITI S.p.A.

ESERCIZIO 2011

PAGINA BIANCA

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Consiglio di amministrazione

Franco Bassanini	<i>Presidente</i>
Giovanni Gorno Tempini	<i>Amministratore delegato</i>
Cristian Chizzoli	<i>Consigliere</i>
Cristiana Coppola	<i>Consigliere</i>
Piero Gastaldo	<i>Consigliere</i>
Ettore Gotti Tedeschi	<i>Consigliere</i>
Nunzio Guglielmino	<i>Consigliere</i>
Mario Nuzzo	<i>Consigliere</i>

Integrato per l'amministrazione della Gestione Separata

(articolo 5, comma 8, D.L. 269/2003, convertito, con modificazioni, dalla L. 326/2003)

Il Ragioniere generale dello Stato	<i>Consigliere</i> ⁽¹⁾
Il Direttore generale del Tesoro	<i>Consigliere</i> ⁽²⁾
Romano Colozzi	<i>Consigliere</i>
Guido Podestà	<i>Consigliere</i>
Giuseppe Pericu	<i>Consigliere</i>

⁽¹⁾ Giovanni De Simone, delegato del Ragioniere generale dello Stato.

⁽²⁾ Maria Cannata, delegato del Direttore generale del Tesoro.

Comitato di supporto degli azionisti privilegiati

Matteo Melley	<i>Presidente</i>
Teresio Barioglio	<i>Membro</i>
Alessio Bellincampi	<i>Membro</i>
Marcello Bertocchini	<i>Membro</i>
Angela Gallo	<i>Membro</i>
Roberto Giordana	<i>Membro</i>
Amedeo Grilli	<i>Membro</i>
Antonio Marotti	<i>Membro</i>
Ivano Paci	<i>Membro</i>
Claudio Pieri	<i>Membro</i>
Roberto Saro	<i>Membro</i>

Comitato di indirizzo

Giuliano Segre	<i>Presidente</i>
Carlo Colaiacovo	<i>Membro</i>
Adriano Giannola	<i>Membro</i>
Andrea Landi	<i>Membro</i>
Antonio Miglio	<i>Membro</i>
Francesco Parlato	<i>Membro</i>
Antimo Prospero	<i>Membro</i>
Alessandro Rivera	<i>Membro</i>
Giovanni Gorno Tempini	<i>Membro</i>

Collegio sindacale

Angelo Provasoli	<i>Presidente</i>
Paolo Fumagalli	<i>Sindaco effettivo</i>
Biagio Mazzotta	<i>Sindaco effettivo</i>
Gianfranco Romanelli	<i>Sindaco effettivo</i>
Giuseppe Vincenzo Suppa	<i>Sindaco effettivo</i>
Francesco Bilotti	<i>Sindaco supplente</i>
Gerhard Brandstätter	<i>Sindaco supplente</i>

Commissione Parlamentare di Vigilanza

Tommaso Foti	<i>Presidente</i>
Massimo Bitonci	<i>Vicepresidente</i>
Salvatore Cultrera	<i>Segretario per gli affari riservati</i>
Oriano Giovanelli	<i>Membro parlamentare</i>
Cinzia Bonfrisco	<i>Membro parlamentare</i>
Paolo Franco	<i>Membro parlamentare</i>
Giovanni Legnini	<i>Membro parlamentare</i>
Valter Zanetta	<i>Membro parlamentare</i>
Carmine Volpe	<i>Membro non parlamentare</i>
Gaetano Trotta	<i>Membro non parlamentare</i>
Manfredo Atzeni	<i>Membro non parlamentare</i>

Magistrato della Corte dei conti (in carica al 31 dicembre 2011)

(articolo 5, comma 17, D.L. 269/2003 - assiste alle sedute del Consiglio di amministrazione e del Collegio sindacale)

Luigi Mazzillo

Direttore generale

Matteo Del Fante

Società di Revisione

PricewaterhouseCoopers S.p.A.

Dati di sintesi

(milioni di euro)

	2011	2010
DATI PATRIMONIALI RICLASSIFICATI		
Totale attività	273.586	249.183
Disponibilità liquide e depositi attivi interbancari	128.615	127.891
Crediti verso clientela e verso banche	98.591	91.954
Partecipazioni e titoli azionari	19.826	18.652
Raccolta postale	218.408	207.324
Altra raccolta diretta	17.126	16.386
Patrimonio netto	14.469	13.726
DATI ECONOMICI RICLASSIFICATI		
Margine di interesse	2.329	1.659
Margine di intermediazione	2.030	2.297
Risultato di gestione	1.939	2.219
Utile d'esercizio	1.612	2.743

Risorse mobilitate

(milioni di euro)

	Totale 2011	Totale 2010
Enti pubblici	6.213	5.784
Imprese e partenariati pubblico-privato per lo sviluppo delle infrastrutture	2.145	1.569
- di cui per progetti promossi da enti pubblici	763	668
- di cui a imprese per opere destinate a servizi pubblici	1.382	901
Imprese	3.931	4.286
Totale impieghi a clientela e banche	12.289	11.640
Partecipazioni e fondi *	667	1.200
Totale impieghi per linea di attività	12.956	12.840
Operazioni non ricorrenti	3.533	-
Totale complessivo	16.489	11.640

* Non include la permuta azionaria con il MEF nel 2010

Principali indicatori dell'impresa

(unità; percentuali)

	2011	2010
INDICI DI REDDITIVITÀ		
Margine attività fruttifere - passività onerose	1,1%	0,8%
Rapporto cost/income	4,6%	3,7%
ROE	11,7%	22,5%
INDICI DI RISCHIOSITÀ DEL CREDITO		
Sofferenze e incagli lordi/Crediti verso clientela e verso banche lordi	0,111%	0,104%
Rettifiche nette su crediti/Crediti verso clientela e verso banche netti	0,010%	0,004%
RATING (aggiornati alla data di approvazione del bilancio)		
Fitch Ratings	A-	
Moody's	A3	
Standard & Poor's	BBB+	
STRUTTURA OPERATIVA		
Numero medio dipendenti	486	424

1. Presentazione della Società

1.1 RUOLO E MISSIONE DI CDP

Cassa depositi e prestiti S.p.A. ("CDP") è la società risultante dalla trasformazione in società per azioni di CDP - Amministrazione dello Stato, disposta dall'articolo 5 del decreto legge 30 settembre 2003, n. 269 convertito, con modificazioni, dalla legge 24 novembre 2003, n. 326 e successive modificazioni; con successivi decreti del Ministro dell'economia e delle finanze è stata poi data attuazione al decreto legge di trasformazione e sono state fissate le attività e passività patrimoniali della Cassa, gli indirizzi per la separazione organizzativa e contabile e le modalità di determinazione delle condizioni di raccolta e impiego nell'ambito della Gestione Separata.

Al decreto legge di trasformazione, che ha delineato *in primis* le principali linee di attività della nuova società, in continuità con la missione della Cassa *ante* trasformazione sono seguiti ulteriori interventi normativi che hanno consentito a CDP di ampliare sensibilmente la sua missione istituzionale e le relative competenze.

In ultimo, nel corso del mese di aprile 2011, l'Assemblea straordinaria degli Azionisti di CDP è intervenuta adeguando lo Statuto della società in conseguenza dell'emanazione dell'articolo 7 del decreto legge 31 marzo 2011, n. 34. Tali modifiche hanno ampliato ulteriormente l'operatività di CDP, consentendole di assumere partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale che siano caratterizzate da una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico, e da adeguate prospettive di redditività.

Nel dettaglio, il decreto del Ministro dell'economia e delle finanze dell'8 maggio 2011 ha individuato come di interesse nazionale le società appartenenti ad alcuni settori di attività (difesa, sicurezza, infrastrutture e pubblici servizi, trasporti, comunicazione, energia, assicurazione e intermediazione finanziaria, ricerca e alta tecnologia) o che, in alternativa, possiedano alcune caratteristiche dimensionali (fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e numero medio di dipendenti non inferiore a 250 unità; nel caso di società la cui attività sia rilevante in termini di indotto e benefici per il sistema economico-produttivo, la dimensione scende fino a 240 milioni di euro di fatturato e 200 dipendenti).

CDP è oggi un operatore di lungo termine, esterno al perimetro della Pubblica Amministrazione, nel finanziamento delle infrastrutture e dell'economia del Paese. L'oggetto sociale di CDP prevede, infatti, le attività di seguito indicate.

- 1) Il finanziamento, sotto qualsiasi forma, di Stato, regioni, enti locali, enti pubblici e organismi di diritto pubblico, utilizzando i fondi rimborsabili nella forma di Libretti di risparmio postale e di Buoni fruttiferi postali (BFP), assistiti dalla garanzia dello Stato e distribuiti attraverso Poste Italiane S.p.A. o so-

- cietà da essa controllate, e fondi provenienti dall'emissione di titoli, dall'assunzione di finanziamenti e da altre operazioni finanziarie, che possono essere assistiti dalla garanzia dello Stato.
- 2) La concessione di finanziamenti, sotto qualsiasi forma e utilizzando fondi assistiti dalla garanzia dello Stato, destinati a operazioni di interesse pubblico "promosse" dai soggetti di cui al punto precedente, a operazioni di interesse pubblico per sostenere l'internazionalizzazione delle imprese (quando le operazioni sono assistite da garanzia o assicurazione della SACE S.p.A.), oltre che a operazioni effettuate a favore delle PMI per finalità di sostegno dell'economia. Tali interventi possono essere effettuati in via diretta (se di importo pari o superiore a 25 milioni di euro) o attraverso l'intermediazione di enti creditizi, a eccezione delle PMI, per le quali è previsto l'intervento solo attraverso tale intermediazione o mediante la sottoscrizione di fondi comuni di investimento gestiti da una società di gestione collettiva del risparmio, il cui oggetto sociale realizza uno o più fini istituzionali di CDP. Le operazioni finanziarie destinate alle operazioni "promosse" dai soggetti di cui al punto precedente o destinate a sostenere l'internazionalizzazione delle imprese (quando le operazioni sono assistite da garanzia o assicurazione della SACE S.p.A.) possono essere a favore di soggetti aventi natura pubblica o privata, con esclusione delle persone fisiche, che devono essere dotati di soggettività giuridica.
 - 3) L'assunzione di partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale, come definite nel decreto del Ministro dell'economia e delle finanze dell'8 maggio 2011, che risultino in una stabile situazione di equilibrio finanziario, patrimoniale ed economico e siano caratterizzate da adeguate prospettive di redditività. Le medesime partecipazioni possono essere acquisite anche attraverso veicoli societari o fondi di investimento partecipati da CDP ed eventualmente da società private o controllate dallo Stato o da enti pubblici.
 - 4) Il finanziamento, sotto qualsiasi forma, delle opere, degli impianti, delle reti e delle dotazioni destinati alla fornitura di servizi pubblici e alle bonifiche. A tal scopo CDP può raccogliere fondi attraverso l'emissione di titoli, l'assunzione di finanziamenti e altre operazioni finanziarie, senza garanzia dello Stato ed esclusivamente presso investitori istituzionali, con preclusione comunque della raccolta di fondi a vista.

Con riferimento alle ulteriori innovazioni normative, nel mese di marzo 2011 l'Assemblea ha approvato alcune modifiche allo Statuto per adeguarlo alle novità introdotte al codice civile dalla normativa sui diritti degli azionisti delle società quotate (decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27) e alle novità introdotte dalla normativa sulla revisione legale dei conti (decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39). Tra le modifiche più rilevanti, la possibilità, in caso di obbligo di redazione del bilancio consolidato, o di particolari esigenze legate alla struttura e all'oggetto della società, di convocare l'Assemblea ordinaria annuale, e quindi di approvare il bilancio, entro 180 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale.

CDP, per esigenze di completamento delle procedure di consolidamento, ha esercitato tale facoltà per l'approvazione del bilancio 2011, fermo restando l'obbligo di pubblicazione del progetto di bilancio approvato dal Consiglio di amministrazione entro 120 giorni dalla chiusura dell'esercizio sociale.

Tutte le attività summenzionate devono essere svolte da CDP nel rispetto di un sistema separato ai fini contabili e organizzativi, preservando in modo durevole l'equilibrio economico-finanziario-patrimoniale e assicurando, nel contempo, un ritorno economico agli azionisti.

In materia di vigilanza, a CDP si applicano, ai sensi dell'articolo 5, comma 6 del D.L. 269/2003, le disposizioni del titolo V del testo unico delle leggi in materia di intermediazione bancaria e creditizia concernenti la vigilanza degli intermediari finanziari non bancari, tenendo presenti le caratteristiche del soggetto vigilato e la disciplina speciale che regola la Gestione Separata.

La società è soggetta altresì al controllo della Commissione Parlamentare di Vigilanza e della Corte dei conti.

1.1.1 Piano industriale 2011-2013

Nel mese di marzo 2011 è stato approvato il Piano industriale 2011-2013 di CDP che ha definito le nuove strategie e gli obiettivi di medio-lungo periodo della Società.

In particolare, il Piano prevede che CDP consolidi il suo ruolo di operatore di riferimento nella finanza di lungo termine, ponendosi come partner degli enti pubblici a supporto delle loro esigenze di investimento, catalizzatore dello sviluppo delle infrastrutture del Paese e operatore centrale nel supporto degli investimenti industriali e dello sviluppo internazionale delle imprese.

Dal punto di vista operativo, è stata prevista la mobilitazione di nuove risorse per oltre 40 miliardi di euro, di cui 18 miliardi di euro relativi al settore pubblico, 11 miliardi di euro per il finanziamento delle infrastrutture e 14 miliardi di euro per il sostegno delle imprese. Tali nuovi impieghi sono finanziati mediante l'utilizzo di risorse private quali il Risparmio Postale e la raccolta di mercato senza incidere, pertanto, sull'indebitamento della Pubblica Amministrazione.

Obiettivo prioritario del Piano industriale è, inoltre, garantire la stabilità della raccolta postale e consolidare l'attività di funding sul mercato; a tal fine l'obiettivo di raccolta netta postale per il triennio è pari a circa 36 miliardi di euro, prevedendo l'introduzione di nuovi prodotti volti all'incentivazione dell'accumulazione del risparmio con un orizzonte temporale di lungo periodo.

Risorse mobilitate

(miliardi di euro)

Linee di attività	2011	PI 2011-2013	% ragg.to
Enti pubblici	6,2	18	35%
Imprese partenariati pubblico-privato per lo sviluppo delle infrastrutture	2,1	8	27%
Imprese	3,9	14	28%
Totale impieghi a clientela e banche	12,3	40	31%
Partecipazioni e fondi	0,7	1	56%
Totale impieghi per linea di attività	13,0	41	31%
Operazioni non ricorrenti	3,5	2	154%
Totale complessivo	16,5	43	39%

Analizzando i risultati conseguiti nel 2011, si evidenzia come le risorse complessivamente mobilitate rappresentino circa il 40% di quanto previsto per l'intero triennio.

1.2 L'EVOLUZIONE DEL MODELLO ORGANIZZATIVO

Gli interventi di natura organizzativa, attuati nel corso del 2011, sono stati ispirati al proseguimento delle azioni pianificate dal Piano industriale, in un'ottica di valorizzazione delle risorse aziendali e di miglioramento dell'operatività nel suo complesso.

Le evoluzioni intercorse nel corso dell'anno hanno riguardato, in particolare, le Unità Organizzative di primo livello che riportano al Direttore generale.

Nel dettaglio, sono state istituite le seguenti Aree:

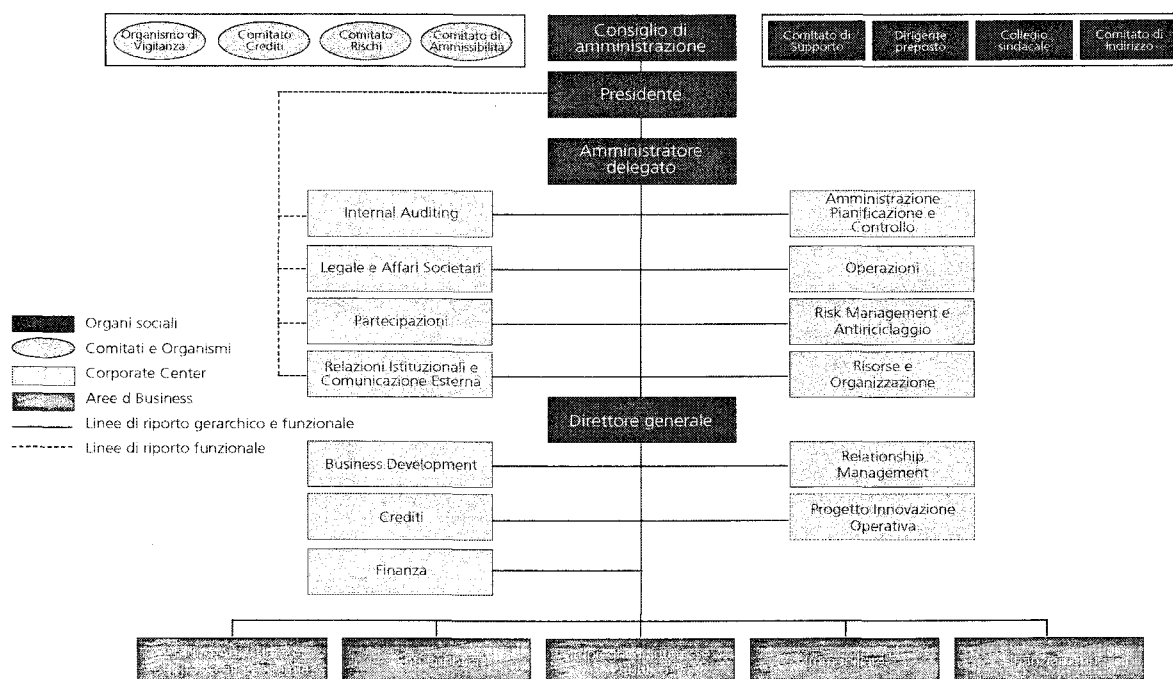
- Immobiliare, allo scopo di fornire agli enti pubblici e alle loro società controllate un servizio di affiancamento/consulenza nel processo di valorizzazione o dismissione del patrimonio immobiliare;
- Business Development, con la finalità di ideare, sviluppare e strutturare nuove linee di attività per incrementare l'offerta alla clientela;
- Relationship Management, allo scopo di assicurare lo sviluppo sul territorio nazionale di una politica commerciale integrata.

Nel corso del 2011 è stata, inoltre, istituita la funzione Antiriciclaggio all'interno dell'Area Risk Management, che ha così assunto la denominazione di Area Risk Management e Antiriciclaggio; al Responsabile dell'Area è stato assegnato il ruolo di Responsabile Aziendale per l'Antiriciclaggio.

L'attuale modello organizzativo prevede che le Aree di Corporate Center – quali: Amministrazione Pianificazione e Controllo, Risorse e Organizzazione, Risk Management e Antiriciclaggio, Operazioni – riportino direttamente all'Amministratore delegato; inoltre è previsto che le Aree Partecipazioni, Internal Auditing, Relazioni Istituzionali e Comunicazione Esterna, Legale e Affari Societari, oltre che dipendere gerarchicamente dall'Amministratore delegato, siano funzionalmente dipendenti dal Presidente del Consiglio di amministrazione.

Riferisce all'Amministratore delegato il Direttore generale, al quale è stata conferita la direzione delle Aree d'Affari: Enti Pubblici, Credito Agevolato e Supporto all'Economia, Impieghi di interesse Pubblico, Finanziamenti, Immobiliare, oltre che la direzione della funzione Progetto Innovazione Operativa. Al Direttore generale riportano, altresì, le strutture di supporto funzionale alle Aree d'Affari, ovvero: Business Development, Crediti, Finanza e Relationship Management.

Si riporta di seguito l'organigramma aziendale vigente alla data di approvazione del bilancio.



A completamento della struttura, sono presenti: un Comitato Rischi, al quale è affidato il ruolo di indirizzo e controllo del rischio complessivo e di supporto all'Amministratore delegato nella valutazione operativa dei rischi di particolare rilevanza; un Comitato di Ammissibilità, che esprime pareri obbligatori in merito all'ammissibilità delle operazioni di finanziamento da parte di CDP ai sensi di legge e di Statuto, e un Comitato Crediti, il quale esprime pareri obbligatori in relazione alla procedibilità delle operazioni di finanziamento sotto il profilo del merito del credito e della sostenibilità economico-finanziaria.

1.3 SEPARAZIONE ORGANIZZATIVA E CONTABILE

L'articolo 5, comma 8, del D.L. 269/2003 ha disposto l'istituzione di un sistema di separazione organizzativa e contabile tra le attività di interesse economico generale e le altre attività svolte dalla Società.

CDP ha completato, entro la chiusura dell'esercizio 2004, l'iter previsto per la predisposizione dei criteri di separazione organizzativa e contabile con l'ottenimento del richiesto parere di Banca d'Italia e l'inoltro di criteri definitivi al Ministero dell'economia e delle finanze (MEF) ai sensi dell'articolo 8 del decreto ministeriale economia e finanze 5 dicembre 2003. La separazione organizzativa e contabile è pertanto pienamente operativa a partire dal 2005.

L'attuazione in CDP di tale sistema di separazione organizzativa e contabile si è resa necessaria per rispettare in primo luogo la normativa comunitaria in materia di aiuti di Stato e concorrenza interna; talune forme di raccolta di CDP, quali i BFP e i Libretti di risparmio postale, beneficiano infatti della garanzia esplicita dello Stato in caso di inadempimento dell'emittente. La presenza di tale garanzia, motivata, in primo luogo, dalla valenza sociale ed economica della raccolta tramite il Risparmio Postale (definita dal decreto ministeriale economia e finanze 6 ottobre 2004 come servizio di interesse economico gene-

rale, al pari delle attività di finanziamento degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico svolte nell'ambito della Gestione Separata), rende tuttavia necessaria la distinzione dalle attività non di interesse economico generale svolte potenzialmente in concorrenza con altri operatori di mercato.

L'impianto di separazione approntato da CDP prevede, più in dettaglio:

- l'identificazione, ai fini contabili, di tre unità operative denominate rispettivamente Gestione Separata, Gestione Ordinaria e Servizi Comuni, all'interno delle quali sono riclassificate le esistenti unità organizzative di CDP. Nella Gestione Separata sono ricomprese, in linea generale, le unità responsabili dell'attività di finanziamento delle regioni, degli enti locali, degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico, ovvero della concessione di finanziamenti, destinati a operazioni di interesse pubblico "promosse" dai soggetti precedentemente menzionati, delle operazioni di interesse pubblico per sostenere l'internazionalizzazione delle imprese (quando le operazioni sono assistite da garanzia o assicurazione della SACE S.p.A.) e delle operazioni effettuate a favore delle PMI per finalità di sostegno dell'economia. Rientrano altresì nella competenza della Gestione Separata la gestione delle attività e delle funzioni trasferite al MEF con la trasformazione in società per azioni e la fornitura di servizi di consulenza a soggetti interni alla Pubblica Amministrazione. Nella Gestione Ordinaria sono ricomprese le unità responsabili delle attività di finanziamento delle infrastrutture destinate alla fornitura di servizi pubblici e le relative attività di consulenza, studio e ricerca. Nei Servizi Comuni sono invece incluse le unità responsabili delle funzioni comuni di governo, indirizzo, controllo e supporto riferibili alla Società nel contesto di unicità del soggetto giuridico;
- la presenza di un duplice livello di separazione, che prevede, al primo stadio, l'allocazione dei costi e ricavi diretti alle Gestioni e ai Servizi Comuni e, al secondo livello, la successiva allocazione dei costi e ricavi di detti Servizi Comuni alle Gestioni, sulla base di corrette metodologie di contabilità analitica;
- la registrazione e la valorizzazione delle eventuali transazioni interne tra Gestione Separata e Gestione Ordinaria o tra Gestioni e Servizi Comuni avendo come riferimento i relativi "prezzi di mercato", al fine di evitare trasferimenti non consentiti di risorse;
- la predisposizione di prospetti di Conto economico distinti sulla base dei livelli di separazione descritti.

Con riguardo alla struttura organizzativa di CDP al 31 dicembre 2011, fanno riferimento alla Gestione Separata le Aree Enti Pubblici, Progetto Innovazione Operativa, Credito Agevolato e Supporto all'Economia, Impieghi di interesse Pubblico, Immobiliare, Relationship Management, nonché le attività afferenti al Risparmio Postale svolte all'interno dell'Area Finanza, mentre l'Area Finanziamenti rientra nella Gestione Ordinaria.

I Servizi Comuni sono costituiti dalle Aree di Corporate Center, oltre che dagli Organi di governo e controllo.

Fin dall'avvio dell'operatività della Gestione Ordinaria, CDP ha scelto di tenere distinti i flussi finanziari afferenti alle due Gestioni, seppure tale distinzione non sia strettamente richiesta dal sistema di separazione contabile. In altre parole, le forme di raccolta, impiego e gestione della liquidità (depositi e conti correnti) della Gestione Separata sono autonome e distinte rispetto ai medesimi strumenti per la Gestione Ordinaria, fatte salve esigenze temporanee ed eccezionali.

Il contributo della Gestione Separata e della Gestione Ordinaria ai risultati della Società è evidenziato negli Allegati al bilancio.

2. Il contesto di mercato

2.1 SCENARIO MACROECONOMICO DI RIFERIMENTO

Le prospettive dell'economia mondiale, già colpite dagli effetti della crisi finanziaria del 2008, hanno registrato a metà del 2011 un ulteriore peggioramento dovuto al nuovo quadro congiunturale. In particolare, nelle economie avanzate, la ripresa della domanda interna sta perdendo slancio, mentre i livelli occupazionali sono ancora lontani dai valori pre-crisi. Allo stesso tempo, le politiche fiscali dei principali Paesi sembrano aver concluso la loro spinta espansiva. Vincoli di bilancio stringenti e il perdurare delle instabilità sui mercati dei titoli sovrani, in particolare nell'Area Euro, hanno contribuito ad alimentare incertezze sull'andamento dell'attività economica.

Per far fronte alle crescenti difficoltà, il Consiglio Europeo ha approvato una serie di misure volte a rafforzare il programma di coordinamento delle politiche fiscali e i meccanismi di salvataggio per i Paesi in difficoltà. In particolare, si è raggiunto un accordo sul cosiddetto Patto di Bilancio (fiscal compact), attraverso il quale i 25 Paesi che hanno aderito si impegnano al raggiungimento del pareggio di bilancio e a una riduzione pari a 1/20 l'anno del debito eccedente la quota del 60% del PIL. In questo contesto, le politiche di rigore, necessarie per il risanamento e il consolidamento dei conti pubblici, contribuiscono all'indebolimento della domanda interna. Parallelamente a queste dinamiche strutturali, altri fattori esogeni hanno inciso negativamente sulla situazione economica, quali il rialzo dei prezzi delle materie prime e del petrolio e gli effetti negativi del terremoto in Giappone.

Nel corso del 2011 la crescita del PIL mondiale è rimasta positiva (3,8%)¹ anche se in calo rispetto al 2010 (5,2%). La crescita internazionale è sostenuta principalmente dai Paesi emergenti, che, seppur in rallentamento rispetto alle performance del 2010, continuano a seguire una fase espansiva, facendo registrare nel 2011 e nel 2010 tassi di crescita robusti, pari rispettivamente a 6,2% e 7,3%. Allo stesso tempo, le economie avanzate sono cresciute a ritmi decisamente più contenuti, 1,6% nel 2011 e 3,2% nel 2010, così come i loro consumi (2,2% negli Stati Uniti, 0,3% nell'Unione Europea, -0,5% in Giappone). In tale contesto, l'inflazione è rimasta a livelli contenuti.

Per quanto riguarda l'ambito nazionale, il PIL è cresciuto nel 2011 dell'1,5%², in linea con la dinamica di crescita dell'Area Euro (1,6%)³. Tuttavia, con il doppio dato negativo del secondo e terzo trimestre 2011 (rispettivamente -0,2% e -0,7%)⁴, l'Italia è di fatto rientrata in una fase recessiva. La domanda interna è

1 Cfr. Fondo Monetario Internazionale, *World Economic Outlook Update*, gennaio 2012.

2 Cfr. Banca d'Italia, *Bollettino economico* n. 67, gennaio 2012.

3 Cfr. Fondo Monetario Internazionale, *ibidem*.

4 Cfr. Istat, *Stima preliminare del PIL*, febbraio 2012.

rimasta debole, scontando anche gli effetti delle manovre finanziarie, volte al contenimento dei saldi di finanza pubblica, sul reddito e sulle aspettative delle famiglie.

L'attività industriale ha rallentato nel corso del 2011, chiudendo con una variazione nulla rispetto all'anno precedente. La contrazione della produzione dei beni di consumo è stata solo in parte compensata dalla crescita in quella dei beni strumentali e intermedi, soprattutto nel settore dei macchinari e delle attrezzature (+8,6%). La disoccupazione è tornata a salire nel corso dell'anno, attestandosi all'8,9% a dicembre 2011.

L'inflazione, nonostante la stagnazione della domanda aggregata e le basse tensioni sui prezzi dei beni industriali, è cresciuta del 2,8%, a fronte dell'1% del 2010. La moderata crescita del reddito disponibile ha ridotto il potere di acquisto delle famiglie e conseguentemente si è assistito a una riduzione della propensione al risparmio, attestatasi nel terzo trimestre 2011⁵ all'11,6% del reddito delle stesse.

2.2 IL MERCATO FINANZIARIO E I TASSI DI INTERESSE

A partire dalla seconda metà del 2011 le condizioni dei mercati finanziari internazionali hanno risentito negativamente dall'aggravarsi della crisi sui debiti sovrani dei Paesi periferici dell'Area Euro. Il susseguirsi di declassamenti delle principali agenzie di rating e le aspettative recessive hanno aumentato l'avversione al rischio degli investitori, con un conseguente aumento dei rendimenti sui titoli. In un contesto caratterizzato da incertezza e volatilità, sul mercato azionario i titoli bancari sono stati fortemente penalizzati e, in generale, si è assistito nel corso della seconda metà del 2011 a una diminuzione della domanda di attività finanziarie.

Per far fronte alla difficoltà di finanziamento delle banche e per favorire maggiore liquidità nel sistema, la BCE a fine anno ha deciso di ridurre l'obbligo di riserva obbligatoria, portando la percentuale dal 2% all'1% ed effettuando, inoltre, aste straordinarie di rifinanziamento (LTRO) per prestiti di durata pari a tre anni.

La liquidità aggiuntiva acquisita dal settore bancario ha allentato le difficoltà di raccolta registrate negli ultimi mesi e ha favorito un reinvestimento sui mercati dei titoli di Stato dell'Area Euro. Parallelamente a questi interventi, la BCE ha riportato il corridoio dei tassi ai livelli registrati durante la crisi finanziaria, con un tasso di policy all'1%, il tasso di rifinanziamento principale all'1,75% e il tasso di deposito marginale allo 0,25%, anche in funzione di segnali inflazionistici ritenuti non preoccupanti.

Conseguentemente, la curva dei tassi interbancari, soprattutto nel suo segmento di breve periodo, si è progressivamente abbassata dopo il picco raggiunto a metà 2011.

5 Cfr. Istat, *Reddito e Risparmio delle Famiglie e Profitti delle Società*, gennaio 2012 (ultimo dato disponibile).

In Italia, la crisi del debito sovrano nell'Area Euro ha avuto forti ripercussioni sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato, portando il costo di finanziamento ai massimi dall'entrata nell'euro. Lo spread dei titoli decennali tra Italia e Germania, che a inizio 2011 era circa di 185 punti base, nel corso dell'anno è aumentato fino a raggiungere un massimo di circa 580 punti base⁶.

L'andamento dei mercati azionari ha risentito negativamente dell'incertezza generata dalla crisi del debito. Nel 2011, l'indice della Borsa italiana ha fatto registrare perdite considerevoli (-25%), in linea con quelle degli altri principali Paesi europei (-24% e -20% rispettivamente per Germania e Francia). A livello internazionale, il mercato azionario, pur in un anno difficile, ha contenuto maggiormente le perdite: l'indice americano Dow Jones si è contratto nel corso dell'anno del 2%, mentre l'indice Morgan Stanley, che include i principali mercati mondiali, ha subito una riduzione pari all'8%⁷.

L'incertezza in Europa ha favorito nel corso del 2011 un generale deprezzamento dell'euro rispetto alle principali monete. In particolare, la moneta si è deprezzata in termini nominali del 10% rispetto al dollaro americano, del 6% rispetto alla sterlina inglese e del 25% rispetto allo yen giapponese⁸. Il trend è stato particolarmente accentuato nella seconda metà dell'anno, con l'acuirsi della crisi dei debiti sovrani.

2.3 LA FINANZA PUBBLICA

Le leggi di finanza pubblica che si sono susseguite, a partire dalla legge finanziaria 2011 fino alla legge di stabilità 2012, hanno profondamente modificato le prospettive di indebitamento delle amministrazioni pubbliche. L'obiettivo prioritario fissato con tali provvedimenti è il raggiungimento del pareggio di bilancio per il 2013 e la stabilizzazione del rapporto debito/PIL.

In questo contesto, nuovi limiti e una maggiore stringenza del Patto di Stabilità Interno sono stati imposti agli enti territoriali, soprattutto in materia del rispetto dell'obiettivo di parità nel saldo di bilancio di competenza mista, di limitazioni all'indebitamento e di riduzione dei trasferimenti da parte del Governo centrale.

In primo luogo, sono stati progressivamente accresciuti gli importi delle riduzioni dei trasferimenti dal Governo centrale verso gli enti territoriali: a oggi, essi ammontano a un totale di oltre 40 miliardi di euro nel triennio 2012-2014.

6 Fonte: Datastream.

7 Fonte: Datastream.

8 Fonte: Datastream.

In secondo luogo, si è introdotto un duplice obiettivo: da un lato, gli enti sono tenuti a rispettare i vincoli strutturali del Patto di Stabilità Interno, ovvero il conseguimento di un saldo obiettivo di competenza misto pari a zero, dall'altro, essi devono contribuire agli obiettivi di finanza pubblica in termini di una percentuale specifica della spesa corrente, al netto della riduzione dei trasferimenti del Governo centrale. Oltre a ciò, sono stati modificati i limiti all'indebitamento, nella misura in cui gli enti locali non possono accedere a nuovi finanziamenti o prestiti obbligazionari qualora la spesa per interessi superi una determinata percentuale delle entrate (ridotta, per il 2012, dal 15% all'8%).

Conseguentemente, nel 2011 si sono riscontrati progressi nei saldi di finanza pubblica. Il rapporto tra il deficit e PIL si è attestato al 3,9%⁹, in calo rispetto al 2010 (4,6%), soprattutto grazie all'andamento dell'avanzo primario, che dopo il biennio 2009-2010 è tornato a essere positivo (1%).

Lo stock complessivo di debito delle amministrazioni pubbliche è risultato in crescita nel biennio 2010-2011, con un'incidenza sul PIL maggiore di circa l'1,5%, attestandosi al 120,5% del PIL. Tale aumento rimane inferiore a quello fatto registrare nei principali Paesi europei e negli Stati Uniti, a conferma di una buona tenuta dei parametri di finanza pubblica, ulteriormente stabilizzati con gli interventi governativi di fine anno.

I maggiori vincoli imposti agli enti territoriali determinano invece, da alcuni anni, una progressiva riduzione dell'incidenza del debito di tali enti rispetto al PIL e una sostanziale stabilità dello stock di debito.

Analizzando la quota di debito degli enti territoriali e i prestiti ad amministrazioni centrali, che costituiscono il mercato di riferimento di CDP, si rileva, infatti, che al 31 dicembre 2011 lo stock di prestiti erogati agli enti territoriali ha raggiunto un saldo pari a circa 80 miliardi di euro (+2,6% rispetto al 2010). Alla stessa data il saldo dei titoli emessi dagli enti territoriali è, tuttavia, pari a circa 26 miliardi di euro, in riduzione (-4,8%) rispetto ai dati del 2010 (27 miliardi di euro).

Il totale complessivo del debito degli enti territoriali si attesta, pertanto, considerando anche le cartolarizzazioni (pari a circa 5 miliardi di euro), a quota 111 miliardi di euro, in linea con lo stock fatto registrare nel 2010. La contribuzione maggiore si rileva nel comparto enti locali (province e comuni), il cui debito contribuisce per circa il 52,7% dello stock complessivo (con un saldo pari a circa 58 miliardi di euro), seguito dalle regioni che partecipano per il 37,2% (con un saldo pari a 41 miliardi di euro) e infine dagli altri enti per il 10,1% (con un saldo pari a 11 miliardi di euro).

Per quanto concerne, invece, i prestiti con oneri a carico di amministrazioni centrali, il relativo stock si attesta a fine 2011 a circa 52 miliardi di euro, registrando una riduzione di circa il 4,5% rispetto al dato di fine 2010.

9 Fonte: Istat (2012).