

SINTESI

Il primo capitolo esamina l'andamento del quadro macroeconomico internazionale reale. La congiuntura mondiale rimane caratterizzata dalla presenza di una fase espansiva - sia nei paesi industrializzati che all'interno delle economie emergenti - che si accompagna a un buon andamento degli scambi commerciali mondiali. Tuttavia, il quadro macroeconomico internazionale è oscurato da due elementi di rischio. Il primo è legato alla ripresa dei prezzi delle materie prime e in particolare del petrolio, la cui quotazione è ormai prossima ai 120 dollari al barile. Il secondo è invece riconducibile al progressivo venir meno degli stimoli (sia di natura fiscale che monetaria) a lungo impartiti al fine di combattere la recessione indotta dalla crisi finanziaria globale. Mentre il consolidamento fiscale al momento interessa per lo più la zona euro, la (parziale) restrizione monetaria è in corso anche all'interno di alcune economie emergenti.

Il secondo capitolo è invece concentrato sull'analisi della congiuntura monetaria prevalente all'interno dell'euro zona e negli USA. Nel corso del 2011 la Banca Centrale Europea ha iniziato una politica di aumento dei tassi, tuttora in essere, volta a contrastare la ripresa dell'inflazione. Ha mantenuto però in vita le misure "non tradizionali" sulla liquidità per controbilanciare il malfunzionamento dei mercati e i problemi del debito sovrano. Anche se credito e M3 sono in ripresa nella zona-Euro, il relativo trend di crescita rimane modesto e non mette in pericolo la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Diversa è la politica della Fed, che continua a mantenere il tasso ufficiale vicino a zero e la liquidità del sistema creditizio a un

livello eccezionalmente elevato anche dopo aver terminato la fase di Quantitative Easing 2 (QE2).

Proprio a una valutazione complessiva del Quantitative Easing (QE1&QE2) è dedicato il terzo capitolo. L'analisi muove dall'osservazione dello scenario macroeconomico esistente negli Usa nel momento in cui la Fed ha dato l'avvio alla fase di accomodamento monetario. Il capitolo prosegue con la valutazione dell'efficacia delle misure di politica monetaria non convenzionali, concentrandosi dapprima sulla relazione tra QE e la struttura a termine dei tassi di interesse e analizzando successivamente l'impatto di natura reale di tale intervento monetario.

Nel capitolo quarto si propongono alcune riflessioni sul livello di efficienza delle Società di gestione del risparmio (SGR), il cui ambito operativo ha subito negli ultimi anni rilevanti modifiche.

Il rinnovato interesse per i modelli organizzativi dei soggetti deputati a erogare servizi di gestione del risparmio fa da eco, da un lato, alla necessità di individuare assetti produttivi più efficienti (in un contesto di rinvigorite istanze di tutela degli investitori in strumenti finanziari esposti alle turbolenze dei mercati borsistici) e dall'altro alle diffuse esigenze di economicità e di miglioramento della qualità dei servizi offerti.

I risultati ottenuti hanno evidenziato un elevato livello di concorrenza tra gli operatori che possono essere definiti *price-taker* nel fissare il *pricing* (commissioni) dei loro prodotti. Al contrario, si sono palesati notevoli margini di miglioramento dal lato dei costi; ciò significa che le differenze riconducibili all'abilità del manager di ottimizzare il processo produttivo e ridurre al minimo i costi sono più evidenti.



Nel quinto e ultimo capitolo vengono analizzati i contenuti essenziali della Legge Delega 42/2009 (meglio nota come Legge Calderoli), che ha riavviato il cammino verso l'attuazione dell'art. 119 del Titolo V della Costituzione - che sancisce l'autonomia finanziaria di entrata e di spesa dei governi territoriali. In secondo luogo, viene posta l'attenzione sui decreti legislativi, recentemente varati dal Governo, per ciò che concerne i rapporti finanziari tra Stato centrale, Regioni ed enti locali, in particolare i Comuni. L'analisi mette in evidenza le maggiori criticità che emergono dal sistema di federalismo fiscale delineato dai decreti approvati.

In particolare, si può affermare che i recenti provvedimenti non configurano, almeno nel medio periodo, una rivoluzione dell'assetto attuale. L'autonomia tributaria dei governi territoriali non sarà significativamente più elevata rispetto al presente. Anche sul fronte della spesa, non sembra di intravedere modifiche sostanziali, almeno nei prossimi anni. In particolare, per quanto riguarda la spesa sanitaria delle Regioni, le risorse da destinare globalmente al suo finanziamento saranno annualmente stabilite dal governo centrale, in relazione al vincolo complessivo del bilancio pubblico. Il criterio di riparto dei finanziamenti resterà quello attuale, sulla base della popolazione pesata per classi di età. La dinamica della spesa regionale, trainata dalla spesa sanitaria, dovrebbe quindi dipendere dalle decisioni del governo centrale e dalla sua capacità di controllo dei comportamenti degli amministratori regionali. Infine, anche se il legislatore centrale ha ripetutamente affermato che l'attuazione della Delega dovrebbe avvenire a pressione tributaria invariata, risulta davvero difficile non prevedere un aumento delle imposte locali o delle tariffe dei servizi pubblici locali.