

Università Cattolica del S.Cuore
LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2000

Rapporto redatto nel mese di **giugno 2000** da:

Piero Giarda (Responsabile), Annalisa Aleati, Maria Flavia Ambrosanio, Mario Anolli, Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Domenico Delli Gatti, Rosella Locatelli, Marco Lossani, Giuseppe Mastromatteo, Laura Nieri, Arturo Patarnello, Giovanni B. Pittaluga, Giacomo Vaciago, Giovanni Verga.

con la **collaborazione** di:

Stefano Corona, Francesca Pascali, Maurizio Marchiori, Davidia Zucchelli.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 31 maggio 2000.

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

proff. P.GIARDA (responsabile), F. CESARINI,
G. MAZZOCCHI, P. RANCI, G. VACIAGO

Il Laboratorio di Analisi Monetaria, nell'ambito di una iniziativa di ricerca scientifica finanziata dall'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, ha iniziato la pubblicazione dei risultati preliminari dei singoli lavori in una serie dei **Quaderni** del Laboratorio di Analisi Monetaria.

Sono attualmente disponibili i seguenti :

- 1) **Luca Papi**, Debito delle imprese e rischio di credito delle banche (dicembre 1991). Pubblicato in *"Note Economiche"*, n. 1-2/1992.
- 2) **Giorgio Calcagnini**, Market Efficiency and Demand for Capital : A Theoretical and Empirical Analysis (gennaio 1992). Pubblicato in *"Economic & Financial Computing"*, vol. 2, n. 3, Fall 1992.
- 3) **Giuseppe Marotta**, L'allocazione del credito commerciale tra le imprese italiane (marzo 1992).
- 4) **Marco Lossani e Patrizio Tirelli**, Simple rules, fiscal policy and foreign wealth targets in a monetary union (aprile 1992). Pubblicato in *"Scottish Journal of Political Economy"*, vol. 41, n. 4, November 1994.
- 5) **Luigi Paolo Guerra**, Politiche di stabilizzazione in America Latina: alcuni insegnamenti (settembre 1992).
- 6) **Andrea Pezzoli e Giovanni B. Pittaluga**, Teoria austriaca dell'imprenditore e banca universale (ottobre 1992).
- 7) **Eliana Baici e Carlo Dell'Aringa**, The EMS effect on the italian labour market (dicembre 1992). Pubblicato in C. DELL'ARINGA (a cura di), *"Caratteri strutturali dell'inflazione italiana"*, Ed. Il Mulino, Bologna.
- 8) **Flavia Ambrosanio e Massimo Bordignon**, Tassazione dei redditi societari in Europa: problematiche teoriche, istituzioni e proposte politiche in vista dell'unificazione europea. Parte I : le problematiche teoriche, (gennaio 1993).
- 9) **Piera Mazzoleni e Giovanni Breda**, La riserva obbligatoria : un'analisi comparata dell'onere implicito per le banche (giugno 1993).
- 10) **Maurizio Baussola**, Attività economica reale e quotazioni azionarie (ottobre 1993).
- 11) **Carlo A. Favero e Luca Papi**, Technical and scale efficiency in the Italian Banking Sector. A non-parametric approach (novembre 1993). Pubblicato in *"Applied Financial Economics"* n. 27, 1995.
- 12) **Giovanni Verga e Adelmo Tedeschi**, Struttura dei tassi per scadenza, efficienza dei mercati e previsioni dei tassi futuri. Pubblicato in *"Il Risparmio"*, n. 4-5 luglio-ottobre 1996.
- 13) **Giovanni B. Pittaluga e Elena Seghezza**, Gli effetti della sostituzione di "depositi con depositi" nella crisi degli anni Trenta in Italia (aprile 1995). Pubblicato in *"Studi e note di economia"*, n. 1/1996.
- 14) **Giuseppe Mastromatteo**, Offerta di credito e razionamento : aspetti strutturali e ciclici (ottobre 1995). Pubblicato in GIORGIO DELLACASA (a cura di), *"Economia delle piccole e medie imprese. Aspetti finanziari"*, F. Angeli, Milano, 1996.
- 15) **Leonio Rizzo**, Equalisation of Public Training Expenditure in a Cross-Border Labour Market (ottobre 1997).
- 16) **Massimo Bordignon, Silvia Giannini e Paolo Panteghini**, Corporate taxation in Italy: the 1998 Reform (ottobre 1998).

Gli interessati possono chiederne copia a :

Laboratorio di Analisi Monetaria

Università Cattolica del Sacro Cuore

via L. Necchi, 5

20123 MILANO (tel. 02/7234.2466 - fax 02/7234.2702)

INDICE

SINTESI	pag. I
1 – IL QUADRO CONGIUNTURALE DELL’ECONOMIA REALE	“ 1
1.1 Euro debole, Dollaro forte. Quali costi e benefici per l’Europa?	
2 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 17
2.1 I conti pubblici nel 1999	“ 17
2.2 I conti pubblici nel 2000: previsioni	“ 20
2.3 Il consuntivo del primo trimestre 2000	“ 22
3 – MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE BANCARIA	“ 25
3.1 L’andamento degli aggregati monetari e creditizi	“ 27
3.2 I tassi di interesse nell’area Euro e la prevedibilità delle decisioni della BCE	“ 31
3.3 Le banche italiane: impieghi e raccolta	“ 42
3.4 Le banche italiane: tassi attivi e passivi	“ 49
3.5 Le previsioni sui tassi bancari	“ 54
4 – IMPIEGHI BANCARI E MISURAZIONE DELLA PERFORMANCE: DUE CONTRIBUTI	“ 58
4.1 L’andamento degli impieghi bancari nella seconda parte degli anni novanta	“ 58
4.2 La diffusione delle tecniche di “Value Based Management” nelle banche: alcuni risultati di un’indagine campionaria	“ 75

5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 83
5.1 Emissioni lorde e nette di titoli	“ 83
5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 84
5.3 La gestione del risparmio	“ 85
5.3.1 La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni	“ 86
5.3.2 Il portafoglio dei fondi e delle gestioni individuali	“ 89
5.4 Gli scambi di titoli quotati	“ 91
5.5 Le offerte di azioni finalizzate alla quotazione di borsa (Ipo)	“ 93
6 – L’EURO, LA BCE, L’ITALIA	“ 101

SINTESI

1. Il quadro congiunturale

Lo scenario si presenta caratterizzato dalle strette monetarie in atto sia negli Stati Uniti – con la Fed sempre più determinata a frenare il surriscaldamento dell'economia (la manovra di maggio, pari a 50 punti base, è stata la più consistente nell'arco degli ultimi cinque anni) – sia nell'Eurozona – dove la Bce, che a giugno è intervenuta per la terza volta dall'inizio dell'anno con una manovra di 50 punti base, sta invece agendo col dichiarato obiettivo di neutralizzare le spinte inflazionistiche, ma forse anche per sostenere il cambio dell'euro rispetto al dollaro.

Mentre l'economia USA sta moltiplicando i segnali di rallentamento, va rafforzandosi l'espansione in Gran Bretagna e nella zona Euro toccando anche l'Italia, stando almeno ai dati del 1° trimestre 2000. Rimangono incerte, invece, le prospettive dell'economia giapponese, che non riesce a trovare sufficiente sostegno nei consumi collettivi.

La strutturale debolezza dell'euro – solo parzialmente attenuata nelle ultime settimane dalla tendenziale chiusura della forbice di crescita attesa per le economie sulle due sponde dell'atlantico – comporta costi (in termini di uso meno intensivo della moneta europea a livello internazionale, di inflazione importata, di minore competitività delle imprese europee) e benefici (in termini di crescita delle esportazioni nette) la cui corretta valutazione non può prescindere dalla quantificazione del grado di apertura reale del sistema economico dell'area euro. Benchè infatti il sistema euro presenti un grado di apertura relativamente maggiore rispetto all'economia Usa e a quella giapponese, il peso sul Pil delle esportazioni e delle importazioni appare piuttosto limitato.

2. La finanza pubblica

La positiva evoluzione dei dati di finanza pubblica nei primi mesi del 2000 – sostenuta dal favorevole andamento del gettito tributario (in particolare quello dell'imposta sui capital gain) e dalla riduzione della spesa per interessi passivi – ha permesso di migliorare le previsioni per l'anno 2000 incorporate nel DPEF 2001-2004 nonostante un andamento non del tutto positivo della spesa al netto degli interessi.

Per l'anno in corso sono quindi attesi un'ulteriore riduzione dell'indebitamento netto della pubblica amministrazione (dall'1,9% del Pil nel 1999 all'1,3%) ed un

miglioramento dell'avanzo primario (l'incidenza sul Pil salirebbe dal 4,9% del 1999 al 5,2%). La pressione fiscale (misurata come rapporto tra entrate tributarie e contributive e Pil) rimarrebbe comunque attestata allo stesso livello del 43,3% registrato nel 1999.

5. Strumenti finanziari e gestione del risparmio

Nel corso dei primi cinque mesi del 2000 è proseguita la tendenza, in atto dalla metà degli anni '90, alla riduzione dell'ammontare delle emissioni lorde e nette di titoli di debito (soprattutto titoli di Stato ma anche obbligazioni bancarie). Anche il volume di risorse fresche canalizzate dalla borsa italiana ha mostrato una battuta d'arresto rispetto ai volumi record registrati nel 1999: gli importi raccolti sono stati infatti 2.973 miliardi di lire relativi a 15 operazioni di aumento di capitale e 5.897 miliardi relativi a 8 operazioni di Opv/Ops (con riferimento a queste ultime il capitolo propone peraltro una analisi dettagliata delle Ipo, le operazioni finalizzate all'ammissione alla quotazione di borsa, realizzate nell'ultimo biennio).

Sempre con riferimento ai primi cinque mesi dell'anno, la raccolta netta dei fondi comuni di investimento di diritto italiano è stata negativa per 3.174 miliardi di lire. Il fenomeno appare riconducibile da un lato al pesante saldo negativo del comparto obbligazionario, colpito da un elevato tasso di disaffezione dei sottoscrittori (ancora impreparati a registrare variazioni negative di valore su investimenti da sempre ritenuti "sicuri"). Dall'altro, è frutto del progressivo spostamento di risorse dai fondi italiani ai fondi esteri controllati da intermediari italiani, il cui operato è reso possibile dal combinato agire della moneta unica e delle direttive comunitarie in materia finanziaria, e agevolato da fattori di tipo fiscale e regolamentare.

Dal punto di vista della composizione, si osserva negli ultimi anni un crescente peso degli investimenti in quote di fondi operati dalle gestioni patrimoniali individuali (a fine 99 pari al 49,1%), a cui si contrappone invece una maggiore omogeneità di distribuzione delle diverse categorie di investimenti nel portafoglio dei fondi comuni.

4. Primi risultati dell'indagine sulla diffusione di tecniche di *Value Based Management*

Nel sistema bancario si stanno progressivamente sviluppando criteri di gestione nei quali assume rilievo la "creazione di valore". L'interesse per tale criterio è più

III

accentuato nelle banche quotate e che fanno parte di gruppi. L'applicazione rigorosa delle tecniche di tipo *value based* è tuttavia complessa dal punto di vista tecnico in quanto presuppone determinati requisiti a livello organizzativo e di sistema informativo, nonché l'accettazione da parte del management. Sono pertanto solo una minoranza le banche che hanno già superato tali difficoltà e impiegano queste tecniche in modo significativo. Molte banche invece stanno in questo momento realizzando una fase di studio.

1. IL QUADRO CONGIUNTURALE*

Il panorama congiunturale internazionale nella tarda primavera è dominato dalle strette monetarie parallele negli Stati Uniti e nell'Eurozona. L'inasprimento della stretta monetaria decisa dalla Fed a maggio mira a frenare il surriscaldamento congiunturale negli USA (nel quarto trimestre del 1999 il PIL è cresciuto ad un tasso congiunturale annualizzato di oltre il 7 %, ridimensionato al 5,4% nel primo trimestre del 2000); quella decisa dalla BCE a giugno a neutralizzare le spinte inflazionistiche nell'UEM (versione ufficiale) ma forse anche a sostenere il tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro.

Il rallentamento congiunturale in USA è già incorporato nelle previsioni: secondo l'OCSE il tasso di incremento del PIL si dimezzerà dal 5,6% del primo semestre del 2000 al 2,7% del secondo semestre del 2001. Del rallentamento ci sono già alcuni sintomi, come vedremo tra breve, sebbene il complesso dei segnali provenienti dagli indicatori disponibili dia adito a qualche dubbio.

L'espansione prosegue invece e sembra rafforzarsi nella zona Euro e in Gran Bretagna. Specialmente in Germania ci sono sintomi rilevanti di irrobustimento della crescita. L'Italia segue a fatica, zavorrata da una serie di problemi strutturali irrisolti - peraltro ben noti - sui quali si è soffermato il governatore della Banca d'Italia.

La chiusura almeno tendenziale della forbice di crescita tra le due sponde dell'Atlantico ha finito per favorire l'euro, che si è rafforzato di circa il 10% nella prima metà di giugno rispetto al minimo toccato a metà maggio.

Rimangono incerte le prospettive dell'economia giapponese. Il terzo e il quarto trimestre del 1999 sono stati caratterizzati da una diminuzione del PIL dell'1% e dell'1,6% (congiunturale). Tuttavia nel primo trimestre del 2000 la crescita è ripresa e ha raggiunto il 2,4% (sempre congiunturale). In termini annualizzati, quindi, il Giappone è cresciuto, nel primo trimestre del 2000, ad un ritmo superiore a quello degli Stati Uniti. Le componenti più vivaci della domanda sono risultate quelle degli investimenti (4,2%) e delle esportazioni (5,4%). Meno dinamici ma comunque in crescita i consumi (1,8%). In questa circostanza la domanda interna non è stata trainata dai consumi collettivi.

* A cura di D. Delli Gatti e M. Lossani

La stretta della Fed comincia (forse) a intaccare la congiuntura in USA ...

Nella seconda metà di maggio la Fed ha accresciuto il tasso di intervento (tasso sui Federal Funds) di 50 punti base, portandolo al 6,5%. Si è trattato dell'incremento più consistente realizzato negli ultimi 5 anni: la Fed ci aveva abituato infatti a incrementi molto più modesti (25 punti base). E' stato inoltre il sesto aumento consecutivo. Le ragioni dell'inasprimento della stretta monetaria sono note: il tasso di crescita della domanda negli Stati Uniti è ritenuto insostenibile dalla banca centrale americana. In effetti, nel quarto trimestre del 1999 il PIL era aumentato del 7,3% (congiunturale annualizzato) un dato di assoluto rilievo e per giunta rivisto al rialzo rispetto alle prime stime. Il tasso di crescita nel primo trimestre del 2000 è stato stimato nel 5,4%: anche questo dato ha almeno in parte colto di sorpresa gli operatori.

In queste condizioni – e in assenza di rischi immediati di instabilità finanziaria – era del tutto prevedibile, sulla base anche degli annunci delle autorità monetarie statunitensi, che l'intonazione restrittiva della politica monetaria sarebbe stata mantenuta. Ciò che ha colto forse di sorpresa gli operatori è stata l'intensità della stretta.

Nonostante la dinamica vivace dell'attività produttiva, che si è tradotta in un ridimensionamento ulteriore del tasso di disoccupazione sceso in aprile al 3,9%, il tasso di inflazione si colloca attorno al 2,5-3%. Come per gli altri paesi industrializzati, la ragione fondamentale dell'aumento dell'inflazione è da ricercarsi nel rincaro delle materie prime e soprattutto del petrolio. L'indice dei prezzi alla produzione è rimasto invariato a maggio (a fronte di una previsione di aumento dello 0,3%) ma il tasso di inflazione "core" (che esclude alimentari ed energetici, ossia le componenti più volatili) è cresciuto dello 0,2% contro l'atteso 0,1%.

Esiste già qualche sintomo di interruzione della crescita. Ad esempio, il tasso di disoccupazione è salito dal 3,9% di aprile al 4,1% di maggio. Gli ordini di beni durevoli in aprile sono diminuiti del 6,4% (contrariamente alle previsioni di crescita moderata) a fronte del 4,5% di aumento registrato in marzo. L'indice NAPM ha inoltre subito un calo a maggio.

D'altro canto, questi sintomi vanno interpretati con attenzione e cautela. Ad esempio, con riferimento al calo degli ordini di beni durevoli in aprile, occorre

rimarcare che si tratta di ordini di prodotti elettronici e di automobili, categorie di prodotti che avevano registrato incrementi di assoluto rilievo nei mesi precedenti ed in particolare tra gennaio e marzo. Potrebbe quindi trattarsi soltanto di una fisiologica battuta d'arresto. Inoltre c'è ancora un'altissima fiducia dei consumatori. E' difficile quindi stabilire se si tratta dell'inizio del soft landing o di una pausa di assestamento.

Il tasso di crescita della produttività nel primo trimestre è stato del 2,4% - il più debole dal secondo trimestre del 1999 - e quello del costo del lavoro per unità di prodotto dell'1,6% (contro l'1,8% inizialmente previsto). I salari stanno quindi crescendo del 4%, un po' sopra l'inflazione.

E' quindi incerto se la Fed accrescerà di nuovo i tassi nell'incontro del FOMC di fine giugno.

... e quella della BCE segue a ruota, proiettando qualche ombra sulla congiuntura in Europa

Nella prima decade di giugno, la BCE ha innalzato il tasso di riferimento della politica monetaria (tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale) di mezzo punto percentuale, portandolo al 4,25%. Il "corridoio" della politica monetaria è stato quindi rivisto e adesso è compreso tra il tasso sui depositi presso il SEBC pari al 3,25% e il tasso di rifinanziamento marginale del 5,25%.

Si tratta del terzo incremento consecutivo nell'anno in corso dopo quelli di febbraio ed aprile, entrambi di più modesta entità (25 punti base). La manovra ha colto di sorpresa gli analisti, sia per il momento scelto che per la dimensione (ci si attendeva infatti un incremento di 25 punti base). La decisione, presa simultaneamente, di introdurre l'asta a tasso variabile al posto dell'asta a tasso fisso per la ripartizione dei fondi in occasione delle operazioni di rifinanziamento del sistema bancario, è destinata a far salire ulteriormente il tasso sulle operazioni stesse (tra i 10 e i 25 punti base a seconda delle previsioni).

La motivazione ufficiale della manovra, com'è ovvio, fa riferimento all'abbondante liquidità: l'aggregato monetario ampio M3 è aumentato a un tasso superiore al 6% in aprile (ben superiore al valore di riferimento del 4,5%) e ai rischi di recrudescenza inflazionistica, associati peraltro almeno in parte al rincaro delle materie prime. La BCE propone quindi ufficialmente un'interpretazione

della manovra coerente con i “due pilastri” della politica monetaria. Tuttavia, non è difficile rinvenire nelle dichiarazioni di autorevoli esponenti delle autorità monetarie nazionali tra le determinanti della decisione della BCE da un lato la necessità di sostenere il cambio dell'euro – motivata anche dall'esigenza di limitare i rischi di inflazione importata – e dall'altro l'esigenza di porre fine all'*overbidding*, ossia all'eccesso di domanda di fondi da parte delle banche nelle operazioni di mercato aperto. Sotto questo profilo, la manovra si segnala come il sintomo di una virata nell'assetto della politica monetaria, con l'abbandono almeno tendenziale del *benign neglect* nei confronti dell'andamento del cambio euro-dollaro e una maggior attenzione agli squilibri sul mercato delle riserve bancarie.

I ministri finanziari dell'euro-11 riuniti a Lussemburgo sempre nella prima decade di giugno hanno deciso di anticipare al 2001 l'azzeramento dei deficit pubblici. Il maggior gettito tributario da aumento della crescita deve essere utilizzato per ridurre il deficit.

Il tasso di cambio del dollaro rispetto all'euro, che ha toccato un minimo nella seconda metà di maggio (con un deprezzamento dell'euro di circa il 25% rispetto alla quotazione di inizio UME) è rimbalzato del 10% circa nella prima metà di giugno.

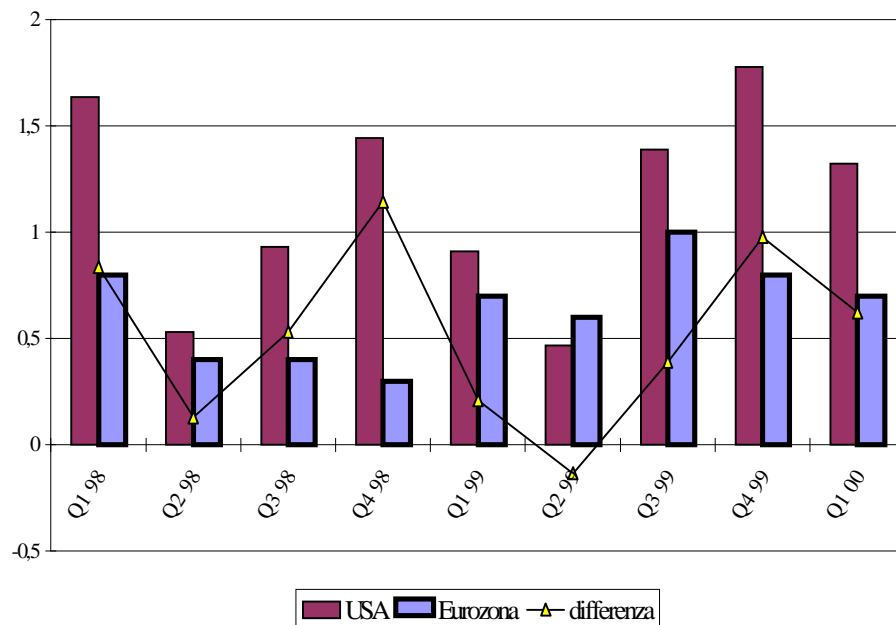
Per il momento, l'espansione prosegue in Eurolandia, anche se comincia a diffondersi qualche timore che una prosecuzione della stretta monetaria abbia effetti deleteri sulla crescita nel prossimo futuro.

Si sta chiudendo la forbice di crescita tra Eurozona e USA?

Nel primo trimestre del 2000 il PIL dell'Eurozona è cresciuto dello 0,7% congiunturale (2,8% annualizzato), un dato in lieve calo rispetto al quarto trimestre del 1999 e pari a circa la metà del tasso di crescita congiunturale non annualizzato del PIL statunitense nello stesso periodo. Il differenziale dei tassi di crescita rispetto agli USA – guardando ai dati di fine 1999 e inizio 2000 – è tuttora rilevante, come risulta dal grafico di FIG. 1.1. Secondo l'opinione di consenso, tuttavia, in prospettiva esso dovrebbe richiudersi, dato l'effetto - che comincia già a manifestarsi, come abbiamo visto sopra - della stretta monetaria in USA a cui non si contrappone, almeno per il momento, un effetto analogo di freno

sulla congiuntura da parte della politica monetaria europea. Sempre secondo l'opinione di consenso, inoltre, proprio il richiudersi tendenziale della forbice di crescita tra le due sponde dell'Atlantico spiegherebbe la ritrovata vigoria del tasso di cambio dell'Euro.

FIG. 1.1 Dinamica del PIL in USA e nell'Eurozona
(var. % congiunturali)



Le componenti più vivaci della domanda aggregata in Eurolandia sono gli investimenti e le esportazioni (cresciute entrambe del 2,1% congiunturale) mentre i consumi sono rimasti stagnanti.

La dinamica del PIL nei principali paesi dell'Europa continentale è riportata nella FIG. 1.2.

I dati relativi al nostro paese, riguardanti il primo trimestre del 2000, mostrano una dinamica congiunturale in miglioramento. In termini di tassi di variazione congiunturale del PIL è stata registrata una performance pari al 1%, superiore di Francia e Germania (+0,7%). A tale crescita hanno contribuito sia le esportazioni nette (+0,7%) che la domanda finale interna (+1,1%), caratterizzata da un deciso incremento dei consumi delle famiglie (+1,2%) e degli investimenti

in macchinari e attrezzature (+1,9%). Anche su base annua la crescita ha fatto registrare dei cospicui miglioramenti. Il tasso di variazione tendenziale è infatti risultato pari al 3%, un valore non molto distante da quello di Francia e Germania (+3,3%).

FIG. 1.2 Dinamica del PIL in Europa (var. % congiunturali)

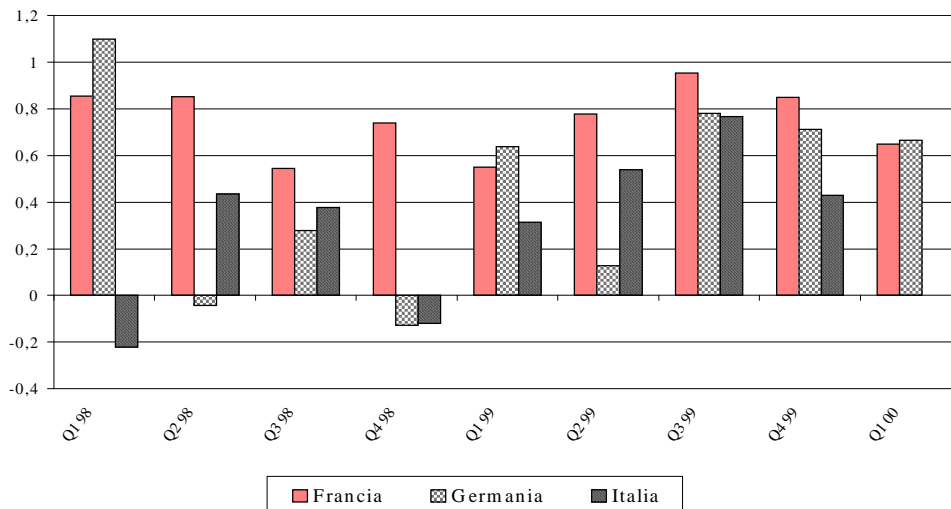
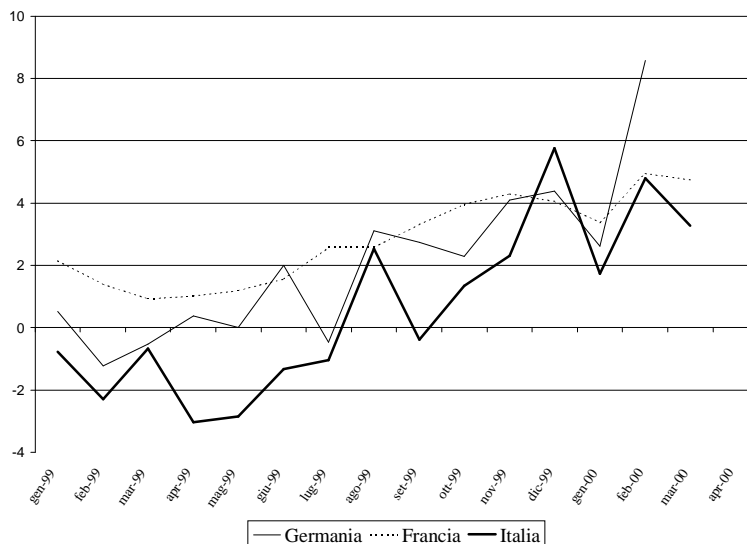


FIG. 1.3 Dinamica della produzione industriale (var. % tendenziale)



La fotografia della fase congiunturale che ricaviamo dalla dinamica della produzione industriale è leggermente più incoraggiante. In FIG. 1.3 riproduciamo

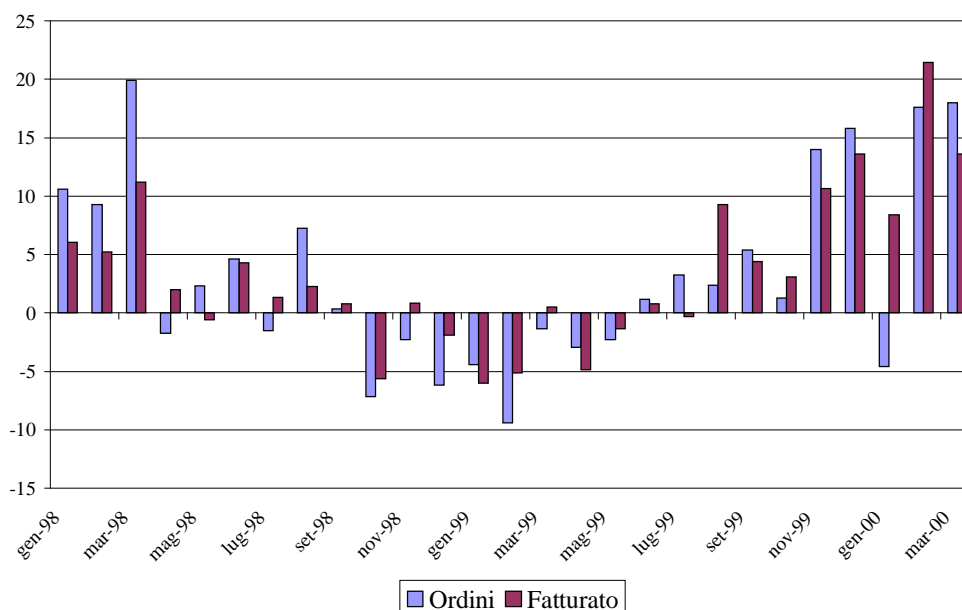
l'andamento del tasso di variazione tendenziale della produzione industriale. La produzione industriale in marzo in Italia è cresciuta del 3,7% (tendenziale), sostanzialmente in linea con quella di Germania (3,8%) e Francia (4,4%).

In maggio, secondo l'IRS la produzione industriale era in piena ripresa: il tasso di crescita tendenziale della produzione media giornaliera si attesterebbe oltre il 5%.

In marzo, il fatturato è aumentato del 13,6% e gli ordini del 18,9% in termini nominali (FIG. 1.4). Sia la domanda interna che quella estera sono partecipi del ritmo di incremento. E' l'ottavo incremento consecutivo del dato di fatturato. Anche depurando il dato dalla dinamica dei prezzi, l'andamento di ordinativi e fatturato è indicativo di un potenziale di espansione dell'attività produttiva che ancora non si è manifestato ma che potrebbe farlo nel prossimo futuro.

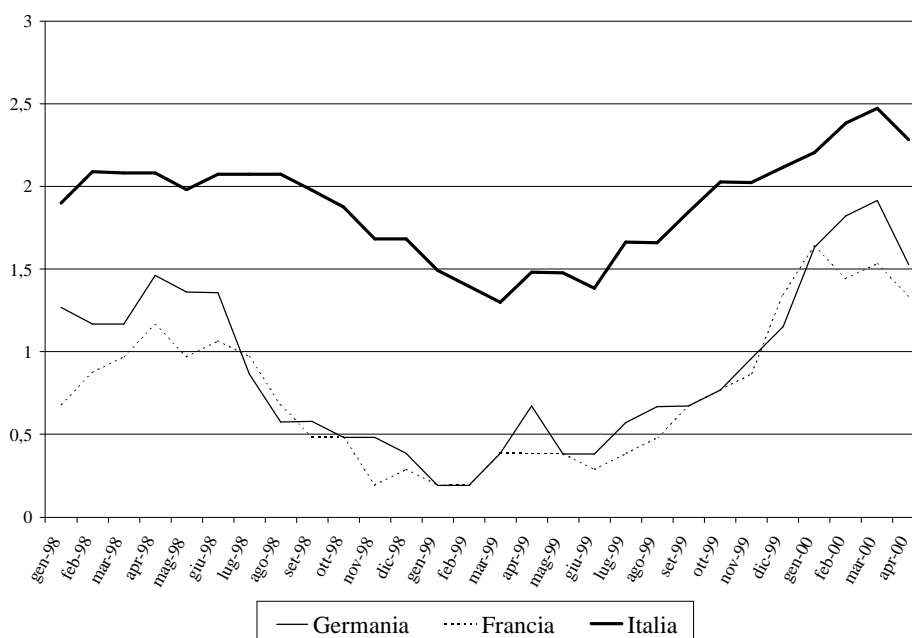
Il tasso di inflazione nell'Eurozona è stato dell'1,9% in aprile contro il 2,1% in marzo. L'indice della *core inflation*, che esclude alimentari e prodotti petroliferi, è aumentato dell'1,3% annuo contro l'1,1% di marzo. Il tasso di inflazione è quindi tornato al di sotto del tetto del 2% che funge da riferimento per l'obiettivo finale della stabilità dei prezzi.

FIG. 1.4 Dinamica degli ordini e del fatturato (var. % tendenziali)



La dinamica (in termini tendenziali) del tasso di inflazione è rappresentata in FIG. 1.5. Si può notare che il tasso di inflazione in Italia è stabilmente superiore a quello di Francia e Germania, che non solo si muovono – com'è del tutto naturale attendersi – nella stessa direzione, ma sono anche strettamente allineati. In maggio, secondo le stime delle città campione, il tasso di inflazione al consumo in Italia ha raggiunto il 2,5%. Quanto ai prezzi alla produzione, in aprile ci si attesta poco sopra il 5% (sempre tendenziale).

FIG. 1.5 Tassi di inflazione tendenziali



In chiusura di questa breve disamina della congiuntura riportiamo le recenti previsioni OCSE sull'Italia per il biennio 2000-2001 a confronto con il dato storico del 1999. La crescita si attesterebbe attorno al 3% in entrambi gli anni del periodo considerato, più del doppio del tasso di crescita del 1999. Dal momento che la domanda interna crescerebbe ad un tasso del 2% circa (inferiore a quello del 1999), la previsione di un'accelerazione della crescita nel biennio si regge interamente sul contributo della domanda estera netta.

TAB. 1.1 Previsioni Rapporto OCSE sull'Italia del giugno 2000

	1999	2000	2001
PIL	1,4	2,9	3,1
Dom.interna	2,5	1,8	2,4
Export	-0,4	10,9	9,5
Import	3,4	7,1	7,5
Inflazione	2,2	2,6	2,3
T. disocc.	11,5	11	10,5

EURO DEBOLE, DOLLARO FORTE. QUALI COSTI e BENEFICI PER L'EUROPA?

Nel precedente numero di Osservatorio ci si interrogava sulle possibili spiegazioni della debolezza dell'EURO, che nel giro di un anno aveva registrato un deprezzamento - misurato in termini di valore dell'indice di cambio effettivo reale rispetto al suo valore iniziale registrato nel gennaio 1999 - vicino al 10%. A distanza di 4 mesi la situazione dell'EURO non ha conosciuto sostanziali mutamenti. La fase di deprezzamento è proseguita sino alla metà di maggio, quando l'EURO ha sfondato la soglia di 0,90, toccando il valore minimo sinora raggiunto nei confronti del dollaro. Successivamente si è manifestato un piccolo *rally* che ha portato la moneta unica europea a guadagnare 7 punti percentuali rispetto alla valuta americana. Nel momento in cui scriviamo, successivo alla decisione della BCE di aumentare i tassi ufficiali di 50 punti base, l'EURO ha raggiunto la quotazione di 0,96.

Quali i fattori congiunturali che possono spiegare la recente inversione di tendenza conosciuta dal cambio dell'EURO? Quali costi e benefici derivano da una quotazione debole della moneta unica europea sui mercati valutari?

La fase di deprezzamento “strisciante” sembra terminata.....

Agli inizi di giugno la flessione dell'EURO sembra essere terminata.

L'economia USA – che nel 1° trimestre 2000 registrava ancora tassi di crescita straordinari (+5,4%), determinati dalla elevatissima crescita degli investimenti in macchinari e attrezzature – inizia a manifestare i primi segni di

rallentamento. L'aumento del tasso di disoccupazione (passato dal 3,9% di aprile al 4,1% in maggio), il calo dell'occupazione nel settore privato e il modesto aumento dei salari orari (solo +0,1% in maggio) si accompagnano ad una decisa flessione (-1,7%) dell'indice NAPM, al terzo calo consecutivo dell'indice di attività nel manifatturiero e alla diminuzione dell'indice delle vendite al dettaglio (-0,6%).

Il nuovo scenario congiunturale produce aspettative di tassi di interesse sostanzialmente stabili. Dopo il rialzo dei tassi del 16 maggio gli operatori dei mercati finanziari hanno rivisto le proprie previsioni, esprimendo aspettative di tassi sui Fed Funds non superiori al 7% entro la fine del 2000.

Contemporaneamente all'interno della regione europea si manifestano in modo sempre più chiaro segnali di espansione che si uniscono all'accelerazione (anche se su livelli ancora modesti) dell'inflazione e alla persistente crescita – ben maggiore del tasso di riferimento annunciato dalla BCE – dell'aggregato M3 (cresciuto del 6,5% in aprile dopo l'aumento del 6,4% in marzo).

Nel 1° trimestre dell'anno la crescita del Pil dell'area EURO è stata dello +0,7% su base congiunturale, trainata dalla dinamica positiva degli investimenti fissi e delle esportazioni. Tale dato – sostanzialmente in linea con le previsioni più recenti – confermerebbe un aumento del Pil EURO vicino al 3,5% in media d'anno, superiore a quello registrato nel corso del 1999 (+2,3%). Va riconosciuto che l'attuale processo di crescita europea nasconde ancora qualche elemento di fragilità. *In primis*, la divergenza ciclica tende ad essere ancora accentuata. A fronte di una crescita attesa molto forte prevista per paesi come Spagna e Irlanda, si manifesta una crescita positiva ma in ragione di tassi inferiori in Germania e Italia. Inoltre un paese chiave come la Germania continua a sperimentare una ripresa trainata dall'export (+15,0% tendenziale nel corso del 1° trimestre 2000), ma priva di un adeguato sostegno fornito dalla domanda per consumi (addirittura calati dello 0,6% rispetto al periodo gennaio-marzo 1999). Tuttavia, l'irrobustimento della espansione nella zona europea costituisce sicuramente un dato positivo per quanto concerne le quotazioni dell'EURO sui mercati valutari. Dal momento che - come più volte ricordato in precedenti numeri di Osservatorio - il cambio dell'EURO appare inversamente correlato al differenziale tra il tasso di crescita atteso americano e europeo, una diminuzione del primo contestuale ad

un aumento del secondo non può che aver favorito il rafforzamento della moneta europea.

Inoltre non va dimenticato che dopo diversi mesi di sostanziale *benign neglect* i governi europei hanno iniziato a interessarsi ufficialmente al problema dell'EURO debole. E' di pochi giorni fa la proposta di Laurent Fabius di sfruttare il semestre di presidenza francese a capo della Unione Europea per conferire maggior peso e visibilità all'EURO-11, che secondo la versione più estrema potrebbe anche avere poteri decisionali (e non solo consultivi) rispetto al valore esterno dell'EURO. Senza entrare nel merito della fattibilità di tale proposta – che ha immediatamente trovato l'opposizione di un paese come il Regno Unito, che sostiene che il naturale forum di discussione e decisione sia l'ECOFIN – averla pubblicizzata ha parzialmente colmato un vuoto istituzionale che giocava e gioca a sfavore di un cambio forte.

.... ma l'EURO rimane stabilmente debole.

L'inversione di tendenza sui mercati valutari - favorita dalla diminuzione del differenziale tra i tassi di crescita attesa sulle due sponde dell'Atlantico - ha subito una battuta d'arresto all'indomani della decisione presa dalla BCE di aumentare i tassi di interesse. Secondo alcuni commentatori tale reazione sarebbe del tutto logica. L'incremento dei tassi che si è sovrapposto al rafforzamento del cambio costituisce un freno alla domanda europea, ancora poco robusta per via della scarsa dinamica dei consumi. Da qui la reazione negativa mostrata dai mercati, cui peraltro ha fatto seguito nei giorni successivi una nuova fase di contenuto apprezzamento nei confronti del dollaro. Pur essendosi riavvicinato alla soglia della parità, l'EURO rimane debole essendo ancora su quotazioni inferiori a quelle considerate di equilibrio – stimate attorno a 1.25 USD.

La debolezza dell'EURO comporta dei costi e dei benefici la cui valutazione non può però prescindere dalla quantificazione del grado di apertura reale del sistema economico europeo. E' infatti noto che il processo di unificazione economico-monetaria europea ha condotto alla costituzione di un mercato di dimensioni continentali relativamente chiuso nei confronti del resto del mondo. Tuttavia è utile definire con precisione quanto l'area EURO sia chiusa (o aperta) verso i paesi esterni. In termini aggregati l'UME risulta relativamente più

aperta rispetto all'economia USA e a quella giapponese. Le esportazioni di beni e servizi dell'area EURO sono infatti pari al 17% del Pil, un valore superiore a quello che caratterizza l'economia USA e l'economia giapponese (11%). Le importazioni EURO di beni e servizi sono invece pari al 15% del Pil - una quota superiore sia a quella USA (13%) che giapponese (10%). Peraltro l'area EURO non solo è relativamente più aperta, ma il suo grado di interdipendenza nei confronti degli altri sistemi economici (industrializzati e non) tende ad essere diverso rispetto a USA e Giappone. In particolare l'area EURO (TAB.1.2) è relativamente più integrata con le cosiddette economie in transizione (paesi dell'area ex-comunista) e con le altre economie industrializzate, mentre tende ad essere meno integrata – soprattutto per quanto concerne i flussi di export – con i mercati emergenti asiatici.

TAB. 1.2 Flussi di commercio estero (quote percentuali rispetto al PIL)

	AREA EURO		GIAPPONE		U.S.A.	
	Export	Import	Export	Import	Export	Import
PAESI INDUSTRIALIZZATI	6,7	6,0	4,7	3,4	4,6	5,8
Area dell'EURO	-	-	1,2	0,8	1,2	1,5
Giappone	0,5	0,8	-	-	0,8	1,6
U.S.A.	1,7	1,6	2,7	1,7	-	-
Altri Paesi Industrializzati	4,6	3,7	0,8	0,9	2,6	2,8
ECONOMIE EMERGENTI	6,0	5,3	4,8	4,0	3,6	5,0
Asia escluso Giappone	1,3	1,6	3,9	2,8	1,5	2,7
Economie in Transizione	1,7	1,3	0,1	0,1	0,1	0,1
America Latina	0,7	0,5	0,4	0,2	1,5	1,7
Altre Economie Emergenti	2,3	1,9	0,4	0,9	0,4	0,5

Fonte: Banca Centrale Europea, Bollettino mensile

I costi dell'EURO debole

Come sottolineato da uno dei membri più autorevoli del Comitato Esecutivo della BCE, un EURO debole potrebbe minare la fiducia degli operatori, per via della riduzione del suo valore esterno e interno.

Tuttavia questo giudizio merita alcune osservazioni. La riduzione del valore esterno dell'EURO costituisce sicuramente un ostacolo che frena il processo di internazionalizzazione della moneta comune europea. Come ricordato in un precedente numero di Osservatorio, la stabilità del tasso di cambio costituisce una pre-condizione essenziale affinché una moneta venga intensivamente

utilizzata anche da non residenti. A tale proposito va ricordato che proprio recentemente diversi rappresentanti di Banche Centrali dei paesi del Far East hanno dichiarato che sino a quando l'EURO rimarrà debole verrà scarsamente domandato come valuta di riserva da parte delle loro stesse Banche Centrali, impedendone in tal modo un effettivo processo di internazionalizzazione.

Al tempo stesso l'EURO debole può essere percepito come un problema da parte dell'opinione pubblica di quei paesi europei in cui il valore esterno della moneta è stato storicamente stabile. E' fuor di dubbio che questo sia un problema particolarmente sentito in Germania (e all'interno dei paesi componenti la cosiddetta Area del Marco): dopo la caduta del regime di Bretton Woods, il Marco Tedesco - e le monete ad esso agganciate - ha conosciuto un deprezzamento nei confronti del dollaro di entità superiore a quello attuale solo in occasione della fase di *strong dollar* (periodo 1980-85) - generata dal particolare mix di politiche economiche (restrizione monetaria e espansione fiscale) consegnato dall'Amministrazione Reagan. Tuttavia è doveroso ricordare che la stessa costituzione dell'UME - un'area relativamente chiusa nei confronti del resto del mondo - riduce fortemente la valenza attribuita alla stabilità del valore esterno della moneta, proprio perché la grande maggioranza delle transazioni si svolge tra paesi membri dell'Unione Monetaria.

Ne discende che anche la questione della (in)stabilità del valore interno della moneta, indotta dall'inflazione importata, va considerata nella sua opportuna dimensione, dato il peso limitato dell'import di beni e servizi sul Pil dell'area EURO. Nonostante Welteke (presidente Bundesbank) e Duisenberg abbiano più volte ricordato che l'EURO debole mina la stabilità interna, le stime recentemente prodotte mostrano un'inflazione nell'area EURO di poco superiore al 2,0% per la fine dell'anno 2000, che trova ragione anche nel forte rincaro del prezzo del petrolio (ancora attorno ai 30 dollari al barile). Considerando che attualmente la *core inflation* - vale a dire l'inflazione misurata al netto della variazione del prezzo dell'energia e dei prodotti agricoli - è attorno all'1%, è possibile affermare che l'EURO debole comporta *de facto* un aumento dello 0,3-0,4% dell'inflazione misurata sui prezzi al consumo (cui deve ovviamente aggiungersi l'effetto dovuto al "caro petrolio"). Inoltre, anche considerando il ritardo con cui tipicamente si scaricano sui prezzi al consumo i maggiori costi e prezzi alla produzione, si giunge ad una stima dell'inflazione nei trimestri futuri (nel caso peggiore attorno

al 2,4%) che non pone concretamente problemi al mantenimento della stabilità dei prezzi.

L'EURO debole potrebbe ridurre gli incentivi a mantenere elevata la competitività di costo delle imprese europee sui mercati internazionali. Anche questa interpretazione risente di una visione tipicamente tedesca secondo cui un cambio forte - così come un tasso di interesse reale elevato - stimola la competitività delle imprese, favorendo nel lungo periodo la formazione di una base produttiva efficiente. In tal caso si verrebbe a produrre un effetto quasi-strutturale correlato alla minor efficienza del sistema produttivo europeo, che sarebbe meno indotto a ricercare soluzioni innovative e a esercitare un controllo sui costi di produzione per mantenere una posizione competitiva sui mercati esteri (che verrebbe invece garantita dal deprezzamento strisciante del tasso di cambio). Tuttavia è sicuramente vero che la fase di debolezza dell'EURO è ancora troppo breve per aver esercitato effetti di questo tipo.

Al contrario, un costo dell'EURO debole che si sarebbe potuto manifestare in tempi brevi - ma che sinora non si è realizzato - era legato alla possibilità di un *fire-sale assets* in Europa. In altre parole, gli investitori non residenti nell'UME avrebbero potuto facilmente realizzare cospicui investimenti diretti all'interno dell'area EURO (acquisendo quote di controllo di società europee) traendo vantaggio dal cambio particolarmente debole. Tuttavia anche i dati più recenti riguardanti i movimenti di capitale tra l'area EURO e il resto del mondo smentiscono categoricamente questa congettura e confermano quanto già sottolineato nello scorso numero di Osservatorio: non solo non si è manifestato un *fire-sale assets* ma al contrario si è osservato un persistente deflusso netto dall'area EURO verso il resto del mondo per quanto concerne la voce investimenti diretti (ad eccezione del mese di febbraio quando sono stati registrati cospicui afflussi di capitale dovuti all'acquisizione di Mannesmann da parte di Vodafone).

I benefici dell'EURO debole

L'EURO debole ha prodotto non solo costi (limitati) ma anche benefici (altrettanto modesti), rappresentati dagli stimoli forniti alle esportazioni e quindi – tramite l'andamento delle esportazioni nette – alla produzione del reddito.

Le esportazioni dell'area EURO avevano conosciuto una decisa battuta d'arresto nel corso della prima metà del 1999. Su tale risultato aveva sicuramente influito la scarsa crescita realizzata dalle economie in transizione (in conseguenza dei perduranti effetti negativi della crisi russa dell'estate del 1998), nonché la decelerazione delle importazioni dal Regno Unito, che rimane il più importante singolo mercato di sbocco dell'export dell'area EURO (con un peso pari al 20% dell'export complessivo realizzato dai paesi UME). Con l'inizio della seconda metà del 1999 lo scenario cambia in modo abbastanza radicale (TAB. 1.3). Da un lato agli effetti positivi della ripresa (superiore alle aspettative) della domanda in Asia si uniscono i benefici derivanti dalla perdurante crescita delle importazioni americane che si manifesta contestualmente alla espansione del commercio mondiale. Dall'altro cominciano a manifestarsi gli effetti positivi dell'EURO debole che garantisce cospicui guadagni di competitività di prezzo e che conduce a un consistente incremento – in media d'anno - delle quantità esportate (+9,0%) che si contrappone ad un deciso rallentamento delle quantità importate (+3,0%).

**TAB. 1.3 Andamento del commercio estero in valore dell'area Euro
(Tassi di variazione percentuale)**

	III 98	IV 98	I 99	II 99	III 99	IV 99
Esportazioni						
Variazioni tendenziali	4,7	2,2	0,6	2,3	5,5	9,1
Variazioni congiunturali	0,3	-1,3	0,6	2,6	3,5	2,1
Importazioni						
Variazioni tendenziali	7,7	2,1	0,7	2,3	5,2	8,1
Variazioni congiunturali	1,0	-1,2	0,6	2,5	3,2	1,5
Esportazioni nette (contributo alla crescita del Pil)						
Variazioni tendenziali	-0,8	-1,1	-1,0	-0,9	-0,4	0,5
Variazioni congiunturali	-0,2	-0,7	-0,2	0,1	0,4	0,1

Fonte: Banca Centrale Europea, Bollettino mensile

Tenendo conto della dinamica delle importazioni - che nel corso dell'intero 1999 hanno registrato un forte aumento in valore rispetto all'anno precedente (+6,0%), indotto soprattutto dall'aumento dei prezzi all'import - le esportazioni nette tornano a fornire un contributo positivo alla crescita del Pil - su base congiunturale - a partire dal secondo trimestre. Tuttavia anche in questo caso la valutazione degli effetti prodotti dall'EURO debole non può prescindere dalla

considerazione del fatto che i benefici arrecati alla crescita del Pil sono limitati dallo scarso grado di apertura dell'UME.

Per finire, vale la pena ricordare che un modo alternativo per valutare i benefici dell'EURO debole sui livelli di attività economica dell'UME è quello di ricorrere all'analisi dell'andamento dell'indice di condizioni monetarie (ICM). L'EURO debole ha infatti reso *de facto* più espansiva la *stance* di politica monetaria, in quanto il deprezzamento reale di 1 punto percentuale stimola la domanda aggregata (tramite l'incremento delle esportazioni nette) in modo analogo a quanto provocato da una riduzione dei tassi di interesse compresa tra i 10 e i 20 punti base (a seconda delle stime prodotte).

2. LA FINANZA PUBBLICA*

Il presente capitolo riassume, in primo luogo, i risultati di finanza pubblica per il 1999 e li confronta con le previsioni per il 2000, secondo le quali sarebbero confermati gli obiettivi posti in sede programmatica. Offre quindi una breve descrizione degli esiti del primo trimestre di quest'anno, con riferimento ai conti del settore statale.

2.1 I conti pubblici nel 1999

- Le entrate

Nel 1999 si è verificato un lieve aumento della pressione fiscale dal 43% al 43,3% del PIL.

Le imposte dirette hanno registrato una crescita cospicua, dell'8% circa, grazie al buon andamento del gettito dell'IRPEF e dell'IRPEG. Su questi tributi si sono manifestati innanzi tutto gli effetti cosiddetti "di rimbalzo" dell'introduzione dell'IRAP, consistenti nell'ampliamento degli imponibili, conseguente all'abolizione di tributi e contributi prima deducibili. In secondo luogo, gli elevati tassi di crescita di questi tributi sarebbero spiegati dagli esiti dell'attività di accertamento dei redditi, con un notevole recupero di materia imponibile. In particolare, per l'IRPEF si sono registrati consistenti aumenti delle ritenute sui redditi da lavoro autonomo e di quelle sui redditi da lavoro dipendente e sulle pensioni, in linea queste ultime con la crescita delle retribuzioni lorde e delle pensioni. Per l'IRPEG, si sono manifestati in pieno anche gli effetti del ciclo favorevole dei profitti negli ultimi anni.

Molto più modesto il tasso di crescita delle imposte indirette, pari al 2,6%, che ha risentito della flessione del gettito dell'IRAP, collegata al maggiore acconto previsto per il 1998. L'IVA sugli scambi interni, al netto dei rimborsi, ha segnato una crescita del 5,8%, a fronte di un aumento dei consumi finali del 3,8%, ad indicare che anche in questo caso si è recuperata materia imponibile. Le imposte di fabbricazione sono cresciute del 4,2%; quelle sul lotto e altri giochi

* A cura di M. Flavia Ambrosanio

dell'85%. Sono invece diminuite le altre imposte sugli affari (-2,5%), soprattutto l'imposta sulle assicurazioni, per la devoluzione alle Province del gettito dell'imposta sull'assicurazione per la responsabilità civile sugli autoveicoli.

E' stato modesto anche l'incremento dei contributi sociali, pari all'1,6% (a causa del venire meno del gettito dei contributi sanitari aboliti con l'introduzione dell'IRAP). In forte riduzione appaiono infine le imposte di carattere straordinario, introdotte con le manovre degli anni scorsi, in particolare il prelievo straordinario sul TFR a carico delle imprese, che nel 1998 aveva prodotto 4.500 miliardi.

- Le spese

Nel 1999 le spese correnti al netto degli interessi sono cresciute del 4,4% rispetto al 1998. Per quanto riguarda le diverse componenti, si osserva: a) una crescita delle spese di personale del 2,6%, come risultato della crescita moderata delle retribuzioni lorde e della crescita più sostenuta dei contributi sociali a carico delle Amministrazioni pubbliche; b) una crescita dei consumi intermedi del 6,3%, sostenuta dai consumi delle amministrazioni statali e degli enti locali; c) un aumento delle prestazioni sociali del 5,4%, derivante in parte dall'economia di circa 6.000 miliardi, realizzata nel 1998 a seguito della mensilizzazione delle pensioni erogate dall'INPS, ed in parte dalla mensilizzazione dei versamenti delle ritenute IRPEF da parte degli istituti di previdenza, trimestrali fino all'aprile 1999. Al netto degli effetti di questi provvedimenti, la crescita si colloca intorno al 3%.

Gli oneri per interessi passivi hanno registrato un'ulteriore consistente riduzione, che ha portato l'incidenza sul PIL dall'8,1% nel 1998 al 6,8% nel 1999, sia per la discesa dei rendimenti medi sia per il rallentamento della crescita dello stock di debito pubblico. Ciò ha consentito una riduzione della quota delle spese correnti complessive sul PIL dal 45,6% nel 1998 al 44,9%.

Le spese in conto capitale sono invece cresciute in misura consistente, intorno al 7%, soprattutto per la ripresa degli investimenti, aumentati del 9%. Si è in tal modo realizzata una ricomposizione della spesa pubblica, con un aumento dell'incidenza della spesa in conto capitale dal 7,6% all'8,1%. La quota sul PIL è aumentata dal 2,4% al 2,6%.

TAB. 2.1 – I conti della P.A. nel 1998 e 1999
(migliaia di miliardi)

	1998 cons.	1999 cons.	Var% '99/ '98
Entrate			
Entrate tributarie	623.3	650.3	4,3
di cui:			
- Imposte dirette	296.9	321.6	8,3
- Imposte indirette	318.3	326.4	2,6
- Imposte una tantum	8.1	2.2	-72,1
Contributi sociali	266.7	270.8	1,6
Altre entrate	72.6	77.4	6,6
Entrate totali	962.6	998.5	3,7
Spese			
Spese correnti al netto interessi	775.5	809.6	4,4
di cui:			
- Redditi da lavoro dipendente	221.6	227.3	2,6
- Consumi intermedi	141.8	150.8	6,3
- Prestazioni sociali	351.2	370.4	5,4
- Contributi alla produzione	27.5	28.0	1,8
- Altre spese	33.3	33.1	-0,6
Interessi passivi	167.5	145.7	-13,0
Spese in conto capitale	77.9	83.7	7,4
Spese totali	1020.9	1039.0	1,8
Saldi			
Indebitamento netto	58.3	40.5	
in % del PIL	2,8	1,9	
Avanzo primario	109.2	105.2	
in % del PIL	5,3	4,9	
Risparmio pubblico	5.2	32.4	
in % del PIL	0,3	1,5	

- I saldi

L'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche nel 1999 si è ridotto di circa 18.000 miliardi rispetto al 1998; l'incidenza sul PIL è scesa dal 2,8% all'1,9%, a fronte del 2,4% indicato nel DPEF 2000-2003.

L'avanzo primario è risultato nel 1999 pari a circa 105.000 miliardi, il 4,9% del PIL, inferiore al 5,3% registrato nel 1998, comunque non lontano dall'obiettivo strutturale del 5%, posto alla base del piano di riduzione del debito pubblico.

Infine occorre sottolineare la crescente creazione di risparmio pubblico, generato dalla differenza fra entrate e spese correnti, che è passato dai 5.000 miliardi del 1998 a circa 32.400 miliardi nel 1999.

2.2 I conti pubblici nel 2000: previsioni

La TAB.2.2 illustra le previsioni per il 2000 risultanti dalla Relazione di cassa dello scorso mese di febbraio e quelle più recenti predisposte per il DPEF 2001-2004.

Per quanto riguarda le entrate, le previsioni del DPEF indicano una crescita più elevata del comparto delle entrate tributarie, che dovrebbero aumentare del 4,1%, a fronte del 2,1% previsto nel mese di febbraio. La maggiore crescita deriva sostanzialmente dalle imposte dirette, in particolare dal gettito dell'imposta sui capital gains, pari a 12.500 miliardi nel primo trimestre del 2000, in relazione all'andamento del mercato azionario. Le imposte indirette dovrebbero crescere intorno al 4,5% ed i contributi sociali del 4,1%. Come conseguenza, la pressione fiscale (misurata come rapporto tra entrate tributarie e contributive e PIL) si attesterebbe al 43,3%, lo stesso valore registrato nel 1999. Al contrario, nella Relazione di cassa si stimava una riduzione della pressione fiscale di 0,6 punti di PIL.

In relazione alle spese, per l'anno in corso, si prospetta, in primo luogo, un rallentamento della crescita delle spese correnti al netto degli interessi, sia pure inferiore a quello prospettato a marzo, che dovrebbero aumentare del 3,3%. L'andamento di questo comparto di spesa deriva in parte dalla dinamica discendente del costo del lavoro (+2,2% nel DPEF, +1,2% nella Relazione di cassa), collegata ad una riduzione dell'occupazione, e dei consumi intermedi (+3% nel DPEF, +3,6% nella Relazione di cassa). Per le prestazioni sociali si prevede un incremento del 3,6%. Dovrebbero invece crescere sensibilmente i contributi alla produzione (+7,1% nel DPEF, +9,8% nella Relazione di cassa). Nel

complesso, si realizzerebbe una riduzione dell'incidenza sul PIL delle spese correnti al netto degli interessi, dal 38% al 37,7%.

TAB. 2.2 – I conti della P.A. nel 2000
(migliaia di miliardi)

	1999 consunt.	2000 previsioni R.Cassa	Var. % '00/ '99	2000 previsione DPEF	Var. % '00/ '99
Entrate					
Entrate tributarie	650.3	664.3	2,1	676.6	4,1
di cui:					
- Imposte dirette	321.6	321.6	0,0	333.3	3,6
- Imposte indirette	326.4	340.5	4,3	341.1	4,5
- Imposte una tantum	2.2	2.2	0,0	2.2	-
Contributi sociali	270.8	283.0	4,5	282.0	4,1
Altre entrate	77.4	87.1	12,5	80.1	3,5
Entrate totali	998.5	1034.4	3,6	1038.7	4,0
Spese					
Spese correnti al netto interessi	809.6	833.9	3,0	836.5	3,3
di cui:					
- Redditi da lavoro dipendente	227.3	230.0	1,2	232.3	2,2
- Consumi intermedi	150.8	156.2	3,6	155.3	3,0
- Prestazioni sociali	370.4	383.0	3,4	383.7	3,6
- Contributi alla produzione	28.0	30.8	9,8	30.0	7,1
- Altre spese	33.1	33.9	2,4	35.2	6,3
Interessi passivi	145.7	147.0	0,9	144.4	-0,9
Spese in conto capitale	83.7	87.4	4,4	87.4	4,4
Spese totali	1039.0	1068.3	2,8	1068.3	2,8
Saldi					
Indebitamento netto	40.5	33.9		29.6	
in % del PIL	1,9	1,5		1,3	
Avanzo primario	105.2	113.1		114.8	
in % del PIL	4,9	5,1		5,2	
Risparmio pubblico	32.4	38.7		46.0	
in % del PIL	1,5	1,7		2,1	

Per ciò che concerne gli interessi passivi, le previsioni di marzo indicavano un'inversione di tendenza, con una crescita dello 0,9%; le previsioni più recenti,

sulla base anche dell'evoluzione nei primi tre mesi di quest'anno, prospettano invece ancora una riduzione, dello 0,9%, degli oneri per interessi passivi, che consentirebbe una riduzione della loro quota sul PIL dal 6,8% al 6,5%.

Infine si prevede un'ulteriore accelerazione delle spese di investimento e dei contributi agli investimenti (+4,4%), la cui quota sul PIL resterebbe invariata al 3,9%.

Le spese totali dovrebbero aumentare del 2,8%, attestandosi al 48,1% del PIL contro il 48,8% registrato nel 1999.

La descritta evoluzione delle entrate e delle spese genera i seguenti risultati in termini di saldi della Pubblica Amministrazione. Si realizzerebbe, in primo luogo, un'ulteriore riduzione dell'indebitamento netto, da 40.500 a 29.600 miliardi, pari all'1,3% del PIL. Si prevede inoltre un aumento dell'avanzo primario a circa 115.000 miliardi, pari al 5,2% del PIL. Continuerebbe ad aumentare il risparmio pubblico, che dovrebbe raggiungere i 46.000 miliardi, pari al 2,1% del PIL.

In conclusione, le più recenti previsioni indicano risultati migliori di quelli previsti nello scorso mese di marzo, per effetto dell'andamento delle entrate tributarie, il maggiore gettito derivante dall'imposta sui capital gains, e della riduzione delle spese per interessi passivi.

2.3 Il consuntivo del primo trimestre 2000

L'evoluzione congiunturale della finanza pubblica nei primi mesi del 2000 può essere valutata sulla base del conto di cassa del Settore statale, per il quale è disponibile il consuntivo relativo al primo trimestre.

Nei primi tre mesi del 2000, il fabbisogno di cassa del settore statale è risultato di 13.951 miliardi, contro i 26.654 del primo trimestre del 1999; l'avanzo primario è stato di 16.681 miliardi, a fronte dei 12.652 del 1999. A partire da questi dati, l'indebitamento netto della Pubblica Amministrazione è stimato in 23.300 miliardi, poco più della metà dei 41.221 miliardi registrati nel periodo gennaio-marzo del 1999.

I risultati più che positivi del primo trimestre sono stati in parte compensati da quelli dei mesi di aprile e maggio, che hanno portato il deficit dei primi cinque mesi a circa 50.500 miliardi, solo 5.000 in meno rispetto allo stesso periodo dello

scorso anno. Le cause sembrano risiedere nell'evoluzione troppo vivace delle spese delle Regioni, in particolare del comparto della sanità. Questa evoluzione, come si legge nella Relazione trimestrale di cassa dell'8 giugno scorso, consente tuttavia "... di essere fiduciosi nel conseguimento di un fabbisogno nei limiti di quanto ipotizzato nell'ultima trimestrale presentata lo scorso 4 aprile".

La TAB. 2.3 illustra in dettaglio i conti del settore statale nel primo trimestre di quest'anno.

TAB. 2.3 – I conti del settore statale nel 1° trimestre 1999 e 2000
(migliaia di miliardi)

	1999	2000	Var% '00/ '99
Entrate			
Entrate tributarie	126.1	139.7	+10,8
di cui:			
- Imposte dirette	63.6	77.1	+21,3
- Imposte indirette	51.2	52.5	+2,5
Altre entrate	14.5	13.0	-10,3
Entrate totali	129.3	142.7	+10,4
Spese			
Spese correnti al netto interessi	98.2	106.5	+8,4
di cui:			
- Personale in servizio	25.5	23.9	-6,3
- Acquisti di beni e servizi	4.5	3.6	-20,3
- Trasferimenti enti previd., regioni, enti locali, etc.	65.5	76.6	+16,9
Interessi passivi	39.3	30.6	-22,1
Spese in conto capitale	10.5	11.1	+6,1
Partite finanziarie	7.9	8.3	+4,1
Spese totali	156.0	156.6	+0,4
Fabbisogno	26.6	13.9	

Le entrate tributarie hanno registrato una notevole crescita, trainate soprattutto dalle imposte dirette. In particolare, il gettito dell'IRPEF è aumentato del 6,9%, per le maggiori ritenute sui redditi da lavoro dipendente e autonomo; il gettito dell'IRPEG è aumentato del 32,7%, a causa di maggiori versamenti per

autotassazione. Al contrario, si è ridotto il gettito dell'imposta sostitutiva, anche per effetto della riduzione dei tassi d'interesse. Il sostegno maggiore alla crescita delle imposte dirette è comunque derivato dalla fortissima espansione, già ricordata, dell'imposta sui capital gains, in relazione all'andamento del mercato azionario.

Per ciò che riguarda le imposte indirette, si registra il buon andamento dell'IVA (+16,4%) e delle imposte sulla produzione e sui consumi (+8,8%).

Dal lato della spesa, i pagamenti correnti al netto degli interessi sono aumentati del 8,4%, rispetto al primo trimestre del 1999, per cause di natura diversa. Le spese per il personale risultano in riduzione; tuttavia tale dato non riflette l'effettivo andamento degli oneri per retribuzioni e la riduzione del 6,3% deriva in parte dal ritardo nei versamenti delle ritenute erariali e dei contributi previdenziali da parte delle Amministrazioni statali.

L'incremento maggiore si verifica nella categoria dei trasferimenti che aumentano del 16,9%. L'aumento è dovuto a maggiori trasferimenti agli enti previdenziali (+13,2%) e alle regioni (+39,4%) sia in relazione alle funzioni proprie sia in relazione alla spesa sanitaria; se è vero che tale aumento è in parte collegato alla riduzione del gettito dell'IRAP e dell'addizionale regionale sull'IRPEF (per la rateizzazione delle riscossioni) l'aumento dei trasferimenti alle regioni è stato indicato come uno degli elementi di preoccupazione nella recente evoluzione congiunturale della spesa pubblica. Si sono invece ridotti i trasferimenti agli enti locali e alle famiglie (personale statale in quiescenza).

Gli acquisti di beni e servizi hanno registrato una notevole riduzione, pari al 20,3%.

Gli oneri per interessi passivi sono risultati nettamente inferiori a quelli relativi al primo trimestre del 1999 (-22,1%).

Infine, le spese in conto capitale sono aumentate del 6,1%, soprattutto per investimenti diretti.

3 MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE BANCARIA*

Nel corso di quest'anno la politica monetaria della Banca Centrale Europea sembra avere definitivamente assunto un atteggiamento *meno accomodante*, di quello tenuto per quasi tutto il 1999 e da molti ritenuto troppo espansivo¹.

Il rialzo dei tassi ufficiali di un quarto di punto, deciso il 3 febbraio, è stato seguito a breve termine da un altro rialzo il 16 marzo, che ha portato il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali al 3,5% (dal precedente 3,25%). Successivamente, il 27 aprile, questo tasso è stato ancora elevato di un quarto di punto, portandolo al 3,75%. Infine, l'8 giugno, le Autorità monetarie hanno effettuato un ulteriore intervento, questa volta di mezzo punto, portando il "corridoio" dei tassi ufficiali ad assumere la seguente configurazione: 3,25%—4,25%—5,25%. Complessivamente, questi quattro interventi hanno comportato un rialzo dei tassi ufficiali di 1,25 punti percentuali nell'arco di poco più di quattro mesi. L'innalzamento dei tassi ufficiali è stato motivato principalmente da due esigenze: evitare una diminuzione dei tassi di interesse reali e attuare un più attento controllo del costo della liquidità per le preoccupazioni destinate dal pronunciato deprezzamento del cambio e dei suoi riflessi sul tasso d'inflazione interno.

Gli interventi della BCE sono infatti legati ai crescenti rischi di una ripresa dell'inflazione, alimentata soprattutto dal rincaro del petrolio e dalla debolezza dell'euro. Anche se questi rischi non hanno finora comportato un forte incremento del tasso corrente d'inflazione (si mantiene intorno al 2% nell'area dell'euro), la necessità di un'azione *preventiva* da parte delle autorità monetarie, volta a scongiurare la ripresa di aspettative inflazionistiche, è largamente condivisa dagli osservatori.

In particolare, il più recente intervento sui tassi ufficiali è stato giustificato dalla stessa Banca Centrale Europea con il fatto che, all'aumento del prezzo dell'energia ed alla dinamica del cambio, si aggiunge la prospettiva di una

* A cura di A. Baglioni, G. Mastromatteo, L. Nieri, G.B. Pittaluga, G. Verga e A. Aleati.

¹ Si veda Wim Duisenberg, " (Introductory statement to the press conference on 8 June 2000, Frankfurt am Main - nostra traduzione): "con la decisione di oggi il Consiglio Direttivo ha agito in maniera preventiva, al fine di contribuire al mantenimento di condizioni favorevoli per un'espansione economica duratura e non inflazionistica"... "Vorrei osservare che, anche dopo l'aumento dei tassi di oggi - e sto parlando dei tassi a breve - i tassi rimangono a un livello che dovrebbe incoraggiare la crescita ..." "Ma ... una cosa è certa: siamo meno accomodanti di prima".

significativa ripresa dell'attività economica. Le previsioni indicano una revisione al rialzo delle stime di crescita (reale) del PIL, superiori al 3% sia per l'anno corrente che per il prossimo. Alla base di queste previsioni vi sono sia fattori interni (la domanda per consumi e per investimenti, sostenuta da un più elevato livello di fiducia), sia fattori esterni (le esportazioni europee, favorite dalla ripresa in atto a livello mondiale). La recente evoluzione del cambio (il valore dell'euro contro il dollaro è risalito attorno allo 0,95 nei primi giorni di giugno) sembra confermare che gli operatori si attendono un riequilibrio tra la crescita dell'economia europea e quella degli Stati Uniti, dopo un lungo periodo in cui la prima è stata nettamente inferiore alla seconda.

Le preoccupazioni sul fronte inflazionistico sono alimentate anche dall'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi. In particolare, la crescita della moneta (M3) si mantiene dallo scorso anno ben al di sopra del valore di riferimento (4,5%): nel trimestre terminante ad aprile, essa è stata del 6,3%. Alla crescita della moneta si aggiunge l'espansione del credito al settore privato, che si è mantenuta attorno al 10% per tutto il 1999 e che ha superato l'11% nell'aprile 2000.

Nel complesso, questi fattori hanno giustificato un irrigidimento della gestione dei tassi ufficiali, culminata con la decisione dell'8 giugno. Questa decisione era largamente attesa dagli operatori (il tasso *overnight* Eonia si collocava al 4,06% il 7 giugno, a testimonianza di aspettative di rialzo del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali, fino a quel giorno al 3,75%); tuttavia, l'entità dell'intervento è stata nettamente superiore rispetto a quanto mediamente previsto dagli osservatori. Le Autorità monetarie hanno così voluto lanciare un chiaro segnale al mercato, decidendo di agire in anticipo rispetto ad un eventuale rafforzamento dei segnali inflazionistici già menzionati.

Nel corso della riunione dell'8 giugno, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha preso anche un'altra decisione, rilevante sul piano tecnico: il passaggio dall'asta a tasso fisso a quella a *tasso variabile*, nell'effettuazione delle operazioni di rifinanziamento principale. Al fine di evitare che questo passaggio implicasse segnali indesiderati di politica monetaria, le Autorità hanno deciso che le aste a tasso variabile vengano effettuate con un tasso base pari al 4,25%: il tasso base assume perciò la funzione segnaletica precedentemente svolta dal tasso fisso nelle aste condotte con il vecchio sistema. La ragione all'origine di questa

decisione è di natura puramente tecnica, e risiede nel fenomeno dell'*overbidding*: nelle aste a tasso fisso, gli operatori domandavano quantitativi assai superiori a quelli effettivamente desiderati, scontando percentuali di riparto molto basse; questo comportamento generava effettivamente percentuali di riparto vicine all'1%, evidenziando un cattivo funzionamento del meccanismo d'asta.

3.1 L'andamento degli aggregati monetari e creditizi

Gli aggregati monetari e creditizi si presentano tuttora in forte crescita nonostante l'innalzamento dei tassi ufficiali. L'andamento della moneta (TAB. 3.1) ha proseguito, nei primi mesi del 2000, il suo *trend* espansivo, con tassi annuali superiori di circa 1,5-2 punti percentuali rispetto a quello di riferimento (4,5%). In particolare, l'aggregato M3 nell'area Euro cresceva ad aprile del 6,5% (6,1% alla fine del precedente quadrimestre), risultando ancora una volta condizionato dalle componenti più liquide della moneta (M1), in espansione dell'11,4%, in particolare nell'aggregato dei depositi a vista.

Anche in Italia si è registrato, nello stesso periodo, uno sviluppo della moneta M3 a tassi progressivamente superiori a quello di riferimento, contrariamente a quanto avvenuto nel precedente quadrimestre ed, in generale, nel corso del 1999, allorquando la crescita monetaria italiana era risultata sensibilmente più bassa rispetto alla media dell'area Euro. La dinamica maggiore si registra nella componente più liquida (M1), che cresce a ritmi superiori al 10%, analogamente a quanto verificatosi nel corso del 1999; rispetto al passato, tuttavia, ora appare più solida anche la crescita delle componenti meno liquide incluse sia in M2, che in M3 (in particolare i fondi comuni d'investimento monetari).

Anche l'analisi delle variazioni mensili della moneta (TAB. 3.2) nell'area Euro, al netto della stagionalità, mostra una dinamica sempre più sostenuta della componente a breve termine M1 che, nel corso del 1° quadrimestre, ha registrato tassi di crescita spesso superiori all'1% mensile contro lo 0,5% del quadrimestre precedente. Tale elevata dinamica delle componenti più liquide della moneta trova spiegazione principalmente nel consolidarsi della ripresa produttiva in Europa.

TAB. 3.1 Tassi di variazione annuale della moneta: area Euro e Italia

		Area Euro			Italia		
		M1	M2	M3	M1	M2	M3
1999	Mar	11,7	6,8	5,4	9,9	3,1	0,4
	Giu	11,5	6,3	5,5	8,5	3,0	-0,8
	Set	12,8	6,9	5,9	13,0	6,5	1,5
	Dic	10,0	5,2	6,1	10,3	5,1	3,5
2000	Gen	9,2	4,1	5,2	9,9	5,2	4,2
	Feb	10,5	5,2	6,0	11,5	6,5	4,6
	Mar	10,2	5,1	6,4	10,7	6,3	5,1
	Apr	11,4	5,5	6,5	11,7	7,4	7,0

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tav. 2.4; mag.2000; Banca d'Italia, *Supplemento al Bollettino e Comunicati stampa*

TAB. 3.2 Tassi di variazione mensile destagionalizzata della moneta nell'area Euro

		M1	M2	M3	
1999	Mar	1,1	0,7	0,6	
	Apr	0,7	0,4	0,6	
	Mag	0,7	0,4	0,4	
	Giu	0,7	0,2	0,3	
	Lug	1,2	0,9	0,7	
	Ago	0,3	0,2	0,3	
	Set	0,6	0,2	0,4	
	Ott	0,5	0,3	0,5	
	Nov	0,5	0,3	0,5	
	Dic	0,2	0,1	0,3	
	2000	Gen	2,1	0,6	0,5
		Feb	1,3	0,9	0,9
Mar		1,1	0,6	0,9	
Apr		0,9	0,5	0,4	

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tav. 2.4; mag. 2000; valori destagionalizzati BCE

Le ragioni per cui l'innalzamento dei tassi di interesse di mercato monetario non ha determinato una decelerazione del tasso di crescita della moneta M3 sono molte. A parte le solite affermazioni su un'accresciuta preferenza per la liquidità e sulla particolare situazione di incertezza dei mercati finanziari, che spingerebbe il pubblico verso l'investimento nelle attività a breve, va osservato che la stessa Banca Centrale Europea aveva già a suo tempo segnalato che nel breve periodo il controllo *via tassi* dell'aggregato M3 è poco efficace. Questo aggregato ampio, infatti, contiene al suo interno attività con scadenza fino a due

anni, di cui molte presentano un rendimento che si adegua al rendimento di mercato, con l'effetto che il rendimento della M3 si adegua a quello delle attività alternative impedendo significativi aggiustamenti di portafoglio.²

**TAB. 3.3 Tassi di variazione annuale e struttura della raccolta delle banche:
area Euro e Italia**

		Depositi *		Obbligazioni **
		Totale	A vista	
Area Euro				
1999	Mar	6,4	14,6	10,4
	Giu	5,8	14,7	11,1
	Set	6,0	16,1	11,2
	Dic	5,6	10,8	11,8
2000	Genn	3,7	10,9	10,3
	Febb	4,9	12,5	10,2
	Mar	5,3	12,8	10,4
	Apr	5,4	13,9	10,2
	quota apr	78,0	14,3	22,0
Italia				
1999	Mar	-2,0	10,6	18,7
	Giu	1,2	9,2	11,8
	Set	3,2	14,0	9,5
	Dic	6,2	10,4	8,2
2000	Genn	6,4	10,2	9,1
	Febb	6,8	12,1	9,1
	Mar	11,0	12,0	10,9
	Apr	10,8	12,1	10,8
	quota apr	73,0	37,1	27,0

*Esclusi depositi dell' Amministrazione centrale

** Inclusive passività subordinate

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tavola 2.2, mag. 2000; BdI, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori Monetari e Finanziari, Istituzioni Finanziarie Monetarie: Banche e Fondi Comuni Monetari*, Tavv. 1 e 3 (ETDM0020 e ETDM0050), giu. 2000.

I dati della TAB. 3.3 mostrano che nel corso del quadrimestre considerato l'espansione dei depositi è proseguita, nell'area dell'Euro, a tassi annuali intorno al 5%, per effetto soprattutto della componente a vista, che ad aprile 2000 ha raggiunto un incremento del 13,9% (10,8% a dicembre 1999). Nel contempo, è proseguita la crescita delle obbligazioni ad un ritmo prossimo al 10% in termini

² Si veda anche: *Osservatorio Monetario*, 2/1999, p.34 e segg.

annui. La componente obbligazionaria ha raggiunto complessivamente il 22% del totale della raccolta bancaria, mentre i depositi a vista hanno coperto oltre il 14% della raccolta stessa.

Analoghe tendenze sono state registrate in Italia, ove la crescita dei depositi bancari a vista (essenzialmente costituiti dai conti correnti) ha toccato ad aprile il 12,1%, rappresentando oltre il 37% dell'intera raccolta; le obbligazioni hanno mostrato parallelamente saggi di sviluppo superiori al 10%, più elevati rispetto alla fine del quadrimestre precedente, rappresentando complessivamente a fine aprile il 27% del totale della raccolta.

Il fenomeno della "polarizzazione" della raccolta essenzialmente su due prodotti (depositi a vista ed obbligazioni) è quindi proseguito nel quadrimestre sia nell'area Euro che in Italia ove il fenomeno appare ancora molto più marcato.

Dal lato dei prestiti (TAB. 3.4), le favorevoli condizioni sui tassi d'interesse venutesi a creare nel 1999 e la più marcata ripresa economica ne hanno spinto verso l'alto la dinamica nell'area Euro, dinamica che si è ulteriormente irrobustita in questi primi mesi del 2000.

In particolare, il credito è passato da una crescita annuale del 7,3% di dicembre ad una del 9,3% a fine aprile; l'espansione risulta trainata dalla componente privata, rappresentata, da un lato, dalle imprese, che hanno ripreso ad investire spinte dal positivo andamento dei consumi, e, dall'altro lato, dalle famiglie, che sono state incoraggiate dal basso livello dei tassi concomitante con la partenza dell'UME e, più di recente, dalle prospettive di ulteriori rialzi sui tassi stessi per il futuro.

Il portafoglio obbligazionario delle banche europee ha continuato a crescere anche nel primo quadrimestre del 2000; tuttavia i tassi registrati risultano in progressiva decelerazione rispetto all'anno passato; ad aprile, infatti, la crescita è stata di appena lo 0,3%.

Molto vigorosa è invece risultata la salita della componente azionaria, che si è mantenuta, analogamente al quadrimestre precedente, su livelli superiori al 25% in ragione d'anno.

I prestiti in Italia hanno manifestato crescita più sostenute che nel resto dell'area, con un valore che a fine aprile ha superato l'11%. Le ragioni della crescita del debito nel nostro Paese sono analoghe a quelle dell'area dell'Euro: cruciale è il ruolo rivestito dalle famiglie.

TAB. 3.4 Tassi di variazione annuale di prestiti, titoli di debito e azioni nell'attivo delle banche

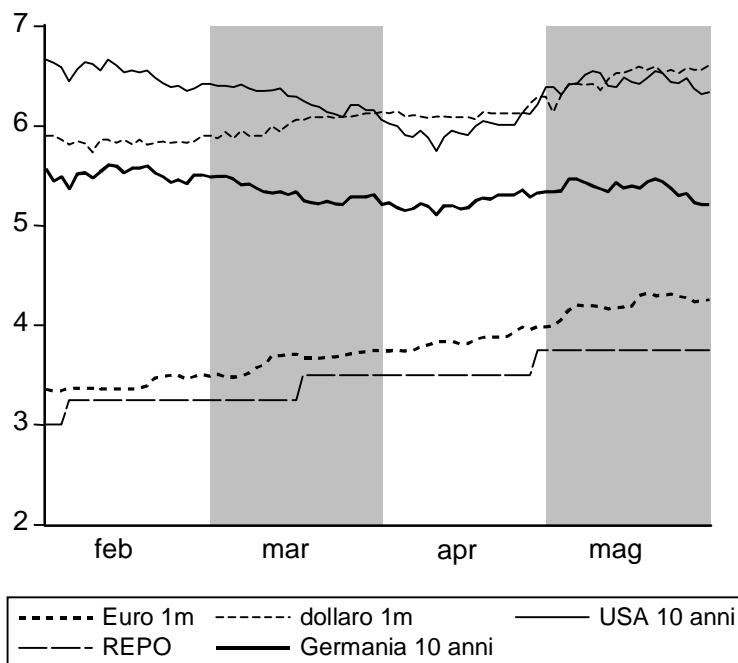
		Prestiti	Titoli	Azioni
Area Euro				
1999	Mar	7,0	1,9	25,4
	Giu	7,7	0,4	27,4
	Set	7,3	0,9	29,7
	Dic	7,3	4,7	27,2
2000	Gen	7,8	3,7	21,9
	Febb	8,1	4,0	23,9
	Mar	8,5	1,6	27,4
	Apr	9,3	0,3	26,3
Italia				
1999	Mar	7,4	0,9	28,0
	Giu	8,6	-3,5	20,0
	Set	9,2	-5,4	21,0
	Dic	9,7	-4,6	28,0
2000	Gen	9,8	-6,8	22,6
	Febb	10,5	-10,4	26,3
	Mar	10,9	-9,0	28,9
	Apr	11,6	-8,8	21,8

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tavola 2.2, mag. 2000; BdI, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori Monetari e Finanziari, Istituzioni Finanziarie Monetarie: Banche e Fondi Comuni Monetari*, Tav. 1 ETDM0010, giu. 2000.

3.2 I tassi di interesse nell'area Euro e la prevedibilità delle decisioni della BCE

L'evoluzione dei tassi euro – Negli ultimi mesi i tassi a breve della zona euro hanno continuato a salire, con un andamento di fondo simile a quello dei tassi ufficiali. I tassi a lunga si sono invece mantenuti stabili, seguendo un profilo simile a quello dei rendimenti dei titoli USA (FIG. 3.1).

La curva dei tassi per scadenza si è così appiattita (FIG. 3.2), con l'effetto di modificare anche la forma della curva dei tassi impliciti mensili (FIG. 3.3): quelli relativi al breve termine risultano infatti più alti a giugno che a marzo; il contrario vale per le scadenze più lontane. Le aspettative di breve periodo rimangono pertanto al rialzo, mentre si è leggermente ridotto il livello atteso per il lungo periodo.

FIG. 3.1 – Tassi a breve e a lunga in Euro-11 e USA (fonte: Datastream)

Va però osservato che il contenuto informativo dei tassi impliciti è attualmente più incerto dell'usuale per quanto riguarda i primi 12 mesi: l'andamento della curva presenta infatti una strana angolazione - peraltro individuata anche dalla BCE - allo scadere dell'anno, mentre nel contempo i tassi FRA (*forward rate agreement*) presentano un andamento più "piatto" di quello dei tassi impliciti dell'euribor (TAB. 3.5), anche se attualmente (23-6-2000) la differenza si è attenuata. Questo fenomeno, che nel passato si è manifestato in momenti di incertezza o di più scarsa liquidità, induce a qualche cautela per quanto riguarda la *misura* dei rialzi che il mercato si attende per i prossimi mesi.

TAB 3.5 – Confronto tra i tassi impliciti dell'euribor e i corrispondenti FRA (Fonte: nostre elaborazioni sui dati de *Il sole 24 ore*)

data		1-3 mesi	3-6 mesi	6-12 mesi	12-18 mesi
29-3-2000	Impliciti euribor	3,86	4,22	4,77	-
	FRA	-	4,15	4,56	4,85
6-6-2000	Impliciti euribor	4,49	4,86	5,30	-
	FRA	-	4,68	4,96	5,11
16-6-2000	Impliciti euribor	4,54	4,85	5,34	-
	FRA	-	4,73	5,06	5,20
23-6-2000	Impliciti euribor	4,59	4,94	5,39	-
	FRA	-	4,84	5,21	5,38

FIG 3.2 – L'evoluzione dei tassi per scadenza sull'euro (nostre elaborazioni sui dati de *Il sole 24 ore*; fino ai 12 mesi = euribor, oltre = IRS)

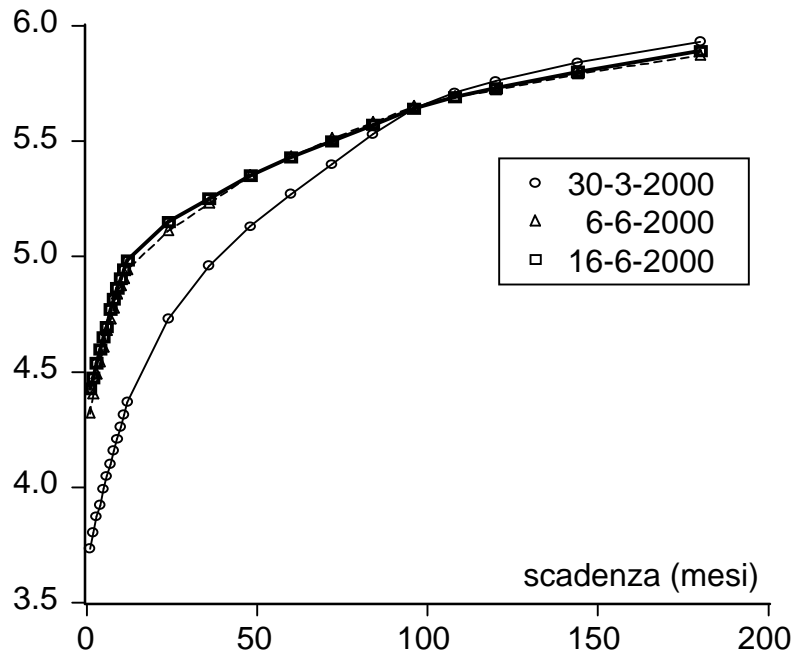
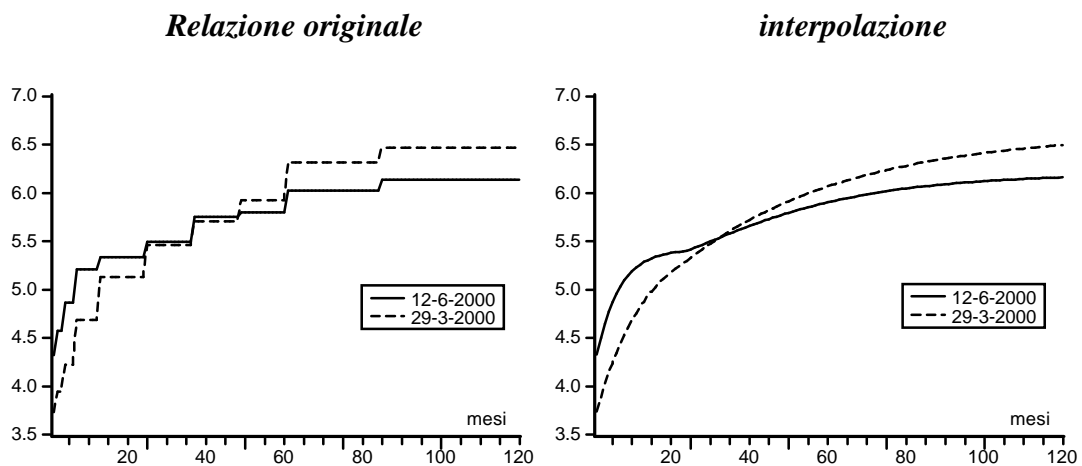


FIG 3.3 – L'evoluzione dei tassi impliciti euro (nostre elaborazioni sui dati de *Il sole 24 ore*; fino ai 12 mesi = euribor, oltre = IRS)



La prevedibilità delle decisioni della BCE – Alla Banca Centrale Europea è stata spesso attribuita una scarsa chiarezza e una eccessiva macchinosità nell’attuazione della politica monetaria. La Banca si è sempre difesa affermando, da un lato, di essere sufficientemente trasparente e, dall’altro, che un eccessivo automatismo della politica monetaria non è compatibile con l’incertezza delle relazioni economiche, la quale la costringe ad attingere informazioni da più indicatori, e controllarne la coerenza, prima di attivare gli interventi. E’ interessante quindi verificare, al di là delle affermazioni di principio, che cosa l’esperienza degli ultimi mesi suggerisca rispetto al problema della prevedibilità delle decisioni della Banca Centrale. Una politica monetaria *eccessivamente imprevedibile* può infatti generare incertezza nei mercati e aumentare il grado di rischio per gli operatori / investitori.

I metodi alternativi di indagine - La verifica della prevedibilità delle decisioni della BCE può essere condotta secondo due diversi approcci. Nel primo si cerca di stabilire se esista o meno un “*modello*” coerente con gli obiettivi e gli strumenti della Banca Centrale, il quale permetta di *individuare in anticipo* i momenti (e l’intensità) degli interventi. Ad esso è riconducibile la cosiddetta “funzione di reazione” (di cui un esempio è la “Taylor rule”), che cerca di prevedere le decisioni della Banca Centrale in relazione all’andamento di un gruppo di variabili legate agli obiettivi finali di politica monetaria. A questo approccio fanno capo anche le analisi interpretative dei documenti e delle dichiarazioni ufficiali della BCE utilizzate per ricavare informazioni sul suo futuro comportamento.

Il secondo approccio cerca invece di stabilire se gli *esperti e gli operatori* siano in grado di anticipare gli interventi della Banca Centrale.

A differenza del primo approccio, in cui, di fatto, lo studioso considera prevedibile una politica monetaria solo se è *lui stesso* in grado di prevederla, col secondo approccio la politica monetaria è ritenuta prevedibile quando risulta tale *per la maggioranza dei soggetti economici*.

Gli strumenti utilizzati in questo secondo approccio possono basarsi sulla raccolta delle *opinioni* di operatori ed esperti oppure sull’osservazione del loro *effettivo comportamento*. Nel primo caso si confrontano i risultati delle inchieste (o le previsioni e le opinioni degli esperti) con gli effettivi interventi della Banca Centrale. Nel secondo metodo, che si può denominare della “*verifica indiretta*”, si

parte da un'ipotesi sul comportamento degli operatori che é valida in caso *siano in grado di prevedere* le azioni di politica monetaria. Una volta individuate le conseguenze di quest'ipotesi per l'andamento di qualche variabile economica, si passa a verificare se, e quanto, l'andamento effettivo di questa variabile è coerente con l'ipotesi di prevedibilità. Rimane ovviamente la possibilità che l'eventuale discrepanza tra comportamento effettivo e teorico non dipenda dall'incapacità previsiva degli operatori, ma dalla cattiva specificazione dello schema di riferimento. In questo tipo di analisi – che è quello utilizzato in questo *Osservatorio* – è quindi di vitale importanza che tale schema sia realistico e coerente col cosiddetto “paradigma dominante”, cioè con la “visione economica” accettata dalla maggioranza degli operatori e degli studiosi. Un modello di riferimento assurdo, oppure condiviso da pochi, non costituirebbe infatti un valido fondamento per il confronto.

Il metodo adottato - La preferenza data in queste pagine alla *verifica indiretta* della prevedibilità degli interventi della Banca Centrale Europea è giustificata sia dal fatto che si ritiene interessante analizzare la capacità previsiva degli operatori, sia dal fatto che la principale metodologia alternativa, la funzione di reazione, è di difficile impiego per la brevità della vita della BCE e la complessità della sua politica monetaria.³ Questa complessità è illustrata dalle affermazioni della nostra autorità monetaria secondo la quale: (1) il suo principale obiettivo, la stabilità dei prezzi, riguarda il *medio periodo*,⁴ (2) nel breve periodo

³ L'alternativa di basare la verifica della capacità previsiva degli operatori sul confronto tra le loro affermazioni ex-ante e i risultati ex-post è stata accantonata perché i dati a disposizione sono scarsi e discontinui nel tempo. Allo stesso modo non è stato considerato il secondo metodo dell'altro approccio, l'analisi dei documenti della BCE, perché a questo si era già fatto cenno nello scorso numero di *Osservatorio monetario* (pp. 65-66).

⁴ L'espressione “medio periodo” è piuttosto ambigua, perché può essere riferita a un numero di anni quanto mai vario. Negli ultimi mesi, comunque, alcune affermazioni ufficiose di Duisenberg, che hanno sempre preso come periodo di riferimento il biennio, indurrebbero a ritenere che per la BCE il “medio periodo” sia abbastanza corto. V. per es. Duisenberg, 3 febbraio 2000: “... ci attendiamo che nei prossimi mesi l'inflazione crescerà ancora un po', per poi ridursi dopo qualche mese, così da rimanere – in media – ben al di sotto del massimo del 2% in quest'anno nel suo complesso e nel prossimo. E questo è l'orizzonte cui guardiamo quando oggi prendiamo provvedimenti di politica monetaria.” Si veda anche il più recente Duisenberg, 8 giugno 2000: “In una visione di medio termine – intendo riferirmi alla media dell'inflazione nel complesso degli anni 2000 e 2001 – il valore medio atteso dell'inflazione è molto vicino al 2%. Forse, in base ad alcune previsioni, persino oltre. Ed è per contrastare questa tendenza che oggi abbiamo preso delle misure, onde impedire che queste previsioni per il 2000 e il 2001 possano realizzarsi.” L'ipotesi del “medio periodo” identificato con un periodo biennale è esplicitamente confermata dall'intervista a Sirkka Hämäläinen su *Il sole 24 Ore* del 17 giugno 2000, p.2 ottava colonna: “Il mercato spesso intende per medio termine un periodo di tre mesi. Per noi è più vicino a due anni”.

sono consentiti sfondamenti del tetto del 2% dell'inflazione, (3) essa si occupa, quando possibile, anche della crescita economica. Il tutto è reso ancor più difficile dall'aver la stessa BCE più volte dichiarato di essere "più discrezionale" delle altre banche centrali, e di guardare a una *pluralità di indicatori* (i cosiddetti "primo e secondo pilastro") per stabilire se esistono pericoli di instabilità dei prezzi da prevenire con gli opportuni provvedimenti correttivi (TAB. 3.6).⁵ Pur se dalle dichiarazioni della Banca si incominciano a intravedere a poco a poco quali siano veramente le variabili a cui dà maggior peso, una stima sufficientemente precisa di una vera e propria funzione di reazione rimane tuttora problematica. Anche la stessa *entità* degli interventi di politica monetaria complica l'analisi: le variazioni del Repo, inizialmente di mezzo punto - e ufficialmente motivate dalla necessità di stabilizzare le aspettative degli operatori - sono state, a partire dal terzo intervento, ridotte a 25 punti base e relativamente avvicinate nel tempo. A giugno di quest'anno, sempre col proposito di stabilizzare le aspettative degli operatori, sono poi tornate a mezzo punto (non senza qualche disaccordo all'interno del Consiglio direttivo).⁶

La verifica della capacità previsiva degli operatori - Il punto di partenza della nostra analisi è l'accettazione dell'ipotesi delle "aspettative" *della struttura dei tassi d'interesse*, secondo cui la principale determinante della differenza tra i rendimenti di attività omogenee con diversa scadenza va ricercata nelle aspettative sull'andamento futuro dei tassi a più breve termine. Secondo questa teoria, infatti, il tasso a scadenza N corrisponde alla media dei tassi a scadenza unitaria correnti e futuri attesi:

$$RN_t = (RI_t + E[RI_{t+1}] + E[RI_{t+2}] + \dots + E[RI_{t+N}]) / N$$

(dove: RN_t è il rendimento corrente della scadenza N , RI_t quello corrente a scadenza unitaria e $E[RI_{t+\dots}]$ la previsione dei futuri rendimenti RI .)

⁵ La ragione può essere individuata nel fatto che una vera e unica previsione richiederebbe un modello complesso (e incerto), costruito su molte variabili il cui valore è noto solo con notevole ritardo. L'approccio della BCE sfrutta invece anche i segnali provenienti da singoli indicatori il cui valore è noto in tempo reale o con un brevissimo ritardo.

⁶ V. ancora Duisenberg, 8 giugno 2000: "... uno dei motivi del movimento dei tassi di mezzo punto è che, secondo noi, per un po' di tempo questa mossa dovrebbe chiarire l'orizzonte. [Anche se] non sappiamo per quanto, per un po' di tempo a venire vogliamo dare al mercato certezza e chiarezza." ... "All'inizio della discussione, più di uno preferiva 25 a 50 punti base. Ma durante la discussione, che ha richiesto ore, ci siamo scambiati i pareri, e alla fine, come ho detto, abbiamo raggiunto l'accordo che le misure sarebbero quelle che poi è risultato dalla decisione finale (ibidem)."

TAB. 3.6 - INDICATORI DI PERICOLO INFLAZIONISTICO SECONDO LA BCE (I segni + o - e la loro dimensione approssimano la direzione e l'intensità del rischio di instabilità dei prezzi associato di volta in volta dalla BCE ai vari indicatori. Nostra sintesi su: W. F. Duisenberg, *ECB PRESS CONFERENCE: "Assessment of the latest information"*, vari interventi.)

Anno	1999												2000	
	7.01	4.02	4.03	8.04	6.05	2.06	15.07	9.09	7.10	4.11	2.12	5.01	3.01	2.03
Repo	3.0	3.0	3.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3.0	3.0	3.0	3.25	3.25
PRIMO PILASTRO														
<i>Crescita monetaria (sintesi)</i>														
M3	4.7	4.7	5.7	5.1	5.2	5.0	5.2	5.6	5.6	5.9	6.0	6.0	6.1	5.7
Componenti liquide	.	+	+	.	.	.	+	+	+	+	+	+	+	+
Credito al settore privato	.	+	9.4	.	7.5	8.4	10	10.4	10.7	>10	>10	10.1	10.5	9.5
	.	+	+	.	.	+	+	+	+	+	+	+	+	+
SECONDO PILASTRO														
<i>Indicatori finanziari</i>														
Tasso a lunga sui titoli di Stato	-	-	.	.	.	+	+	+	+	+	-	+	+	+
Cambio euro/dollaro	.	?	+	+	.	.	.	.	.	.	+	+	+	+
<i>Economia mondiale</i>														
Sintesi	-	.	+	+	+	.	+	+	+	+	.	+	+	.
Pil reale USA	.	+	+	+	.	+	+	+	+	+	-	+	+	+
PIL reale altri paesi	.	-	+	+	.	+	+	+	+	+	.	+	+	+
<i>Attività economica area euro</i>														
Produzione industriale	.	-	-	.	-	.	.	+	+	+	+	+	+	+
Consumo	.	.	.	.	.	.	.	+	+	+	+	+	+	.
Crescita PIL reale	-	-	-	-	.	.	+	+	+	+	+	+	+	+
Vendite al dettaglio	.	.	.	.	+	.	.	+	.	.	.	.	.	.
Capacità utilizzata	-	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Fiducia delle imprese	-	-	-	-	-	.	.	.	.	+	.	.	.	+
Fiducia delle famiglie	+	+	+	.	.	.	+	+	.	+	.	.	+	+
Previsioni PIL	.	.	.	.	.	.	.	+	+	.	+	.	.	3.0
Occupazione/disoccupazione	+	.	.	-	-	.	.	.	.	.	.	.	+	+
<i>Prezzi</i>														
Indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP)	0.9	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1	1.0	1.1	1,2	1.2	1,4	1.6	1.7	2.0
Alimentari	-	.	.	+	+	.	+	+	-	+	+	+	+	.
Prodotti industriali (non energ.)	.	-	.	.	.	.	.	+	.	+	+	+	.	+
Prezzi materie energetiche	-	-	-	-	.	+	+	+	.	+	+	+	+	12
(di cui: petrolio)	.	.	.	.	+	.	.	+	+	+	+	+	.	.
(altri prodotti energetici)	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-	.	.	.
Prezzi dei manufatti	.	.	+	+	.	-	.	.	.	.	.	.	.	.
Prezzi importazioni	.	.	.	.	.	.	.	+	.	.	.	.	.	+
Settore servizi	.	.	-	-	.	-	.	.	-	+	-	.	.	.
HICP al netto di energia e alimentari stagionali	.	.	.	.	.	1.0	.	.	.	.	.	.	.	1.1
Previsioni sui prezzi	.	.	.	.	.	.	+	.	.	+	<2	.	.	<2
Crescita salari	?	?	?	.	.	.	.	?	?	?	?	+	?	?
<i>in conclusione:</i>														
Rischio per la stabilità dei prezzi	.	-	-	.	.	.	+	.	+	+	-	+	.	+
Stime ECB sulla crescita	.	-	-	.	.	.	+	.	+	+	-	+	.	+

A tale ipotesi sono state poi aggiunte le seguenti proposizioni:

- le modifiche dei tassi di *policy* (il Repo) della Banca Centrale Europea hanno un impatto diretto sui tassi a scadenza più breve;
- gli operatori sono in grado di prevedere gli interventi di politica monetaria.

Combinando fra loro questi tre assunti, ne deriva che la dinamica dei tassi, per essere coerente con le ipotesi fatte - tra cui *quella della prevedibilità degli interventi* – deve essere tale che:

1. I tassi a breve (settimanali, mensili) risentono pesantemente dell'andamento del Repo, sia effettivo che futuro atteso. Di conseguenza:

- la dinamica dei tassi è molto diversa nei periodi in cui è previsto, e segue effettivamente, un innalzamento del tasso di *policy*. Nel primo caso i tassi devono progressivamente salire fino a portarsi, a ridosso dell'intervento, a un livello che incorpora la variazione del Repo.

- nel caso di una modifica del tasso di *policy*, i tassi a breve devono subire solo modeste oscillazioni fra i giorni immediatamente precedenti e successivi all'operazione.

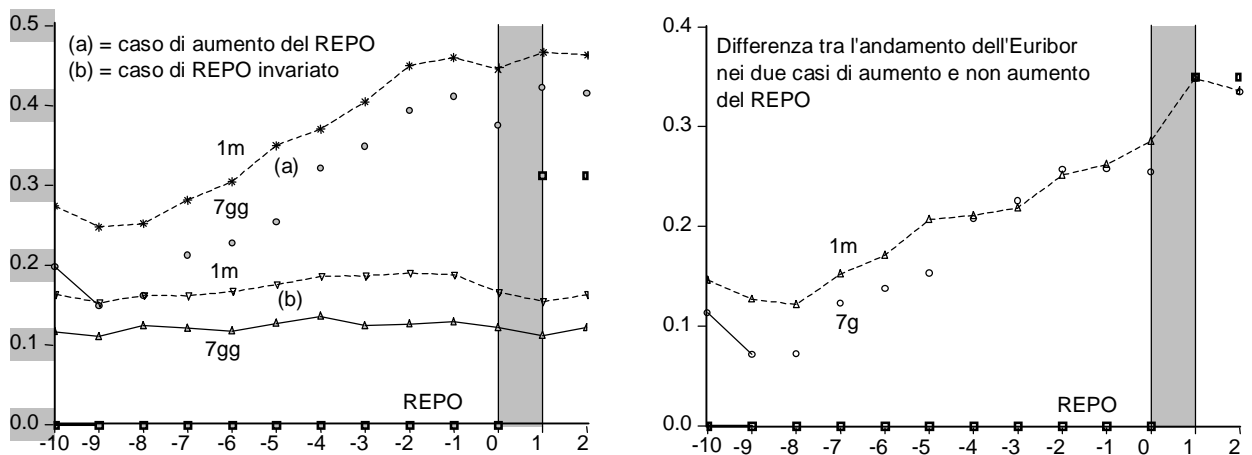
2. I tassi a scadenza più lunga (oltre l'anno) sono poco sensibili alle variazioni effettive dei tassi di *policy*. Essi infatti incorporano previsioni su un arco temporale molto diluito nel tempo, dove il peso delle più imminenti variazioni attese dei tassi ufficiali è poco rilevante. Di conseguenza solo i tassi a più breve scadenza (fino a uno/due mesi) danno informazioni non ambigue sui previsti interventi di politica monetaria.

3. Gli errori di previsione sono contrassegnati da andamenti dei tassi di mercato che si discostano da queste regole. In particolare:

- le variazioni non attese del Repo sono contrassegnate da significativi aggiustamenti dei tassi a breve a cavallo degli interventi di politica monetaria.

- attese di variazioni del Repo che non si realizzano, come pure attese di variazioni che poi non vengono più ritenute credibili, sono contrassegnate da un'oscillazione che colpisce tutti i tassi a breve, e che, in pratica, si completa in alcuni giorni. Questo fenomeno è però più accentuato per i tassi a brevissima scadenza che per gli altri, che incorporano anche aspettative di interventi non proprio immediati di politica monetaria.

FIG. 3.4 – Andamento medio dei tassi euribor a 1 settimana e 1 mese prima e dopo le riunioni della BCE. (Periodo 1/6/1999 – 13/6/2000; nostra elaborazione su dati di fonte Datastream, in grigio è il giorno della decisione; non sono stati considerati il periodo anomalo dello “scavalco” di fine anno e i casi in cui l’intervento della BCE è avvenuto nella riunione immediatamente successiva a quella considerata.)



I principali risultati - L’analisi del comportamento dei tassi dell’euribor a scadenza più breve conferma che esiste una significativa capacità degli operatori nel prevedere gli interventi di politica monetaria. Premesso che dai grafici precedenti (v. FIG. 3.1) risulta che invece i tassi a lunga appaiono pressoché insensibili agli interventi della BCE,⁷ la FIG. 3.4 dimostra, che, nei giorni precedenti le riunioni della BCE, il comportamento dei tassi euribor a 1 settimana e a 1 mese è molto diverso secondo che vengano decisi o no ritocchi del Repo.

Questa capacità previsiva degli operatori non è però perfetta. Innanzitutto in alcuni casi gli interventi di politica monetaria sono stati sottovalutati, come emerge dal significativo aggiustamento che i tassi hanno subito una volta nota l’effettiva portata dei provvedimenti (aprile 1999 e giugno 2000). In entrambi i casi, infatti, non erano attese variazioni del tasso di rifinanziamento delle operazioni principali dell’intensità di mezzo punto (TAB. 3.7)).

⁷ La giustificazione di questo fatto, già avanzata nello scorso numero di *Osservatorio Monetario*, è che questi risentono dell’andamento dei tassi USA e sono vincolati dall’aspettativa che, nel lungo periodo, la BCE riesca, con i suoi interventi, a garantire la stabilità dei prezzi.

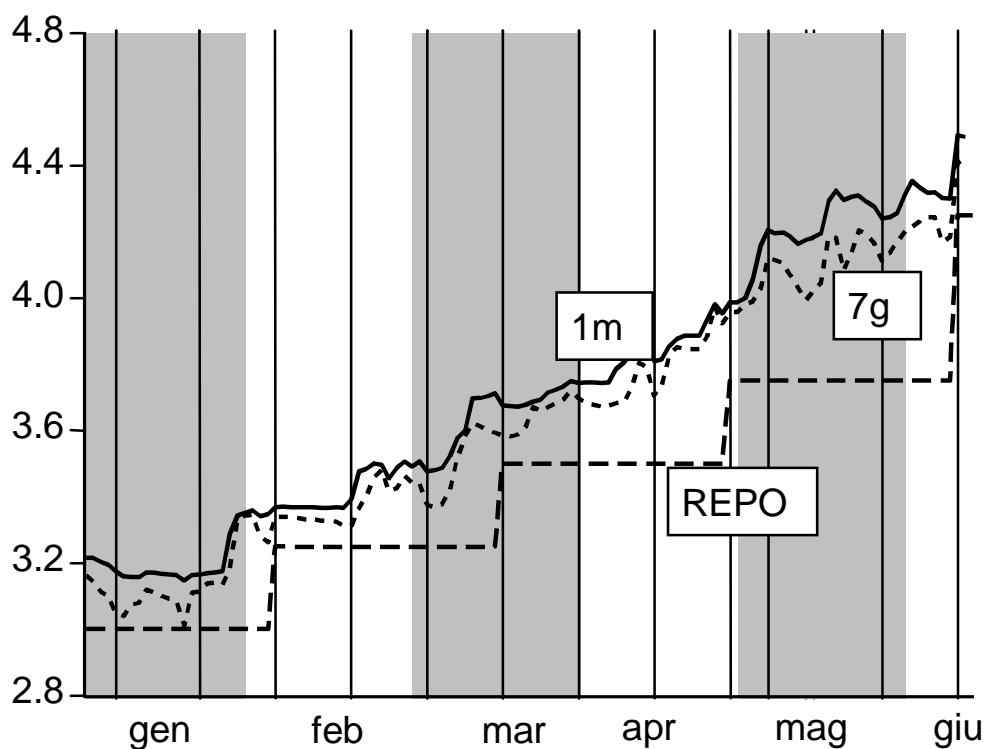
TAB. 3.7 – L’andamento dei tassi a breve nei giorni vicini ai vari interventi di politica monetaria. (Fonte: Datastream)

Data	REPO		EONIA		Euribor a una settimana		Euribor a un mese	
	Tasso	Variaz.	Tasso	Variaz.	Tasso	Variaz.	Tasso	Variaz.
7/04/99	3,00		3,08		3,05		2,97	
8/04/99	3,00	0	3,11	+0,05	3,07	+0,02	2,97	0,00
9/04/99	2,50	-0,50	2,81	-0,30	2,75	-0,32	2,70	-0,27
12/04/99	2,50	0	2,77	-0,04	2,73	-0,02	2,70	0,00
3/11/99	2,50		2,98		3,04		3,06	
4/11/99	2,50	0	2,91	+0,03	2,97	-0,07	3,02	-0,04
5/11/99	3,00	+0,50	2,95	+0,04	3,06	+0,09	3,08	+0,06
8/11/99	3,00	0	2,91	-0,04	3,03	-0,03	3,06	-0,02
2/02/00	3,00		3,18		3,28		3,34	
3/02/00	3,00	0	3,19	+0,01	3,26	-0,02	3,35	+0,01
4/02/00	3,25	+0,50	3,26	+0,07	3,34	+0,08	3,37	+0,02
7/02/00	3,25	0	3,25	-0,01	3,34	0,00	3,37	0,00
15/03/00	3,25		3,50		3,60		3,70	
16/03/00	3,25	0	3,49	-0,01	3,59	-0,01	3,71	+0,01
17/03/00	3,50	+0,25	3,49	0,00	3,58	-0,01	3,68	-0,03
20/03/00	3,50	0	3,48	-0,01	3,58	0,00	3,68	0,00
26/04/00	3,50		3,91		3,98		3,98	
27/04/00	3,50	0	3,83	-0,08	3,92	-0,06	3,95	-0,03
28/04/00	3,75	+0,25	3,93	+0,10	3,96	+0,04	3,99	+0,04
1/05/00	3,75	0	3,93	0,00	3,96	0,00	3,99	0,00
7/06/00	3,75		4,06		4,17		4,30	
8/06/00	3,75	0	4,15	+0,09	4,19	+0,02	4,30	0,00
9/06/00	4,25	+0,50	4,33	+0,18	4,41	+0,22	4,49	+0,19
12/06/00	4,25	0	4,36	+0,03	4,43	+0,02	4,49	0,00

Altri parziali errori di previsione, questa volta di segno opposto, emergono dalla FIG. 3.5: varie volte si nota che l’andamento dei tassi di mercato sembra segnalare un aumento della probabilità di imminenti interventi di politica monetaria che, nella realtà, non sono stati attuati: in particolare a metà febbraio 2000 e a metà maggio è facilmente individuabile un’aspettativa al rialzo che si è però realizzata solo dopo un paio di settimane. A parte queste ed altre incertezze, comunque, si può ritenere che gli operatori abbiano dimostrato una certa abilità nel prevedere gli interventi della BCE, la quale non può quindi essere considerata una banca “ermetica” dalla politica completamente imprevedibile. Rimane ovviamente da chiarire *il motivo* di questa relativa abilità previsiva. Ci si può infatti domandare se si tratti del risultato di una vera e consapevole previsione, o, come sostenuto da più parti, della semplice conseguenza del fatto che, poiché negli ultimi mesi - per motivi legati al cambio - la BCE ha manovrato i suoi tassi in sintonia con quelli della FED, gli operatori, nel prevedere le mosse della FED

(che è abbastanza trasparente), abbiano automaticamente, ma inconsapevolmente, previsto *anche* le mosse della nostra Banca Centrale. Nel parere di chi scrive, non si è trattato di in caso, ma di un comportamento cosciente, che di nuovo è a favore di una certa chiarezza da parte della BCE.

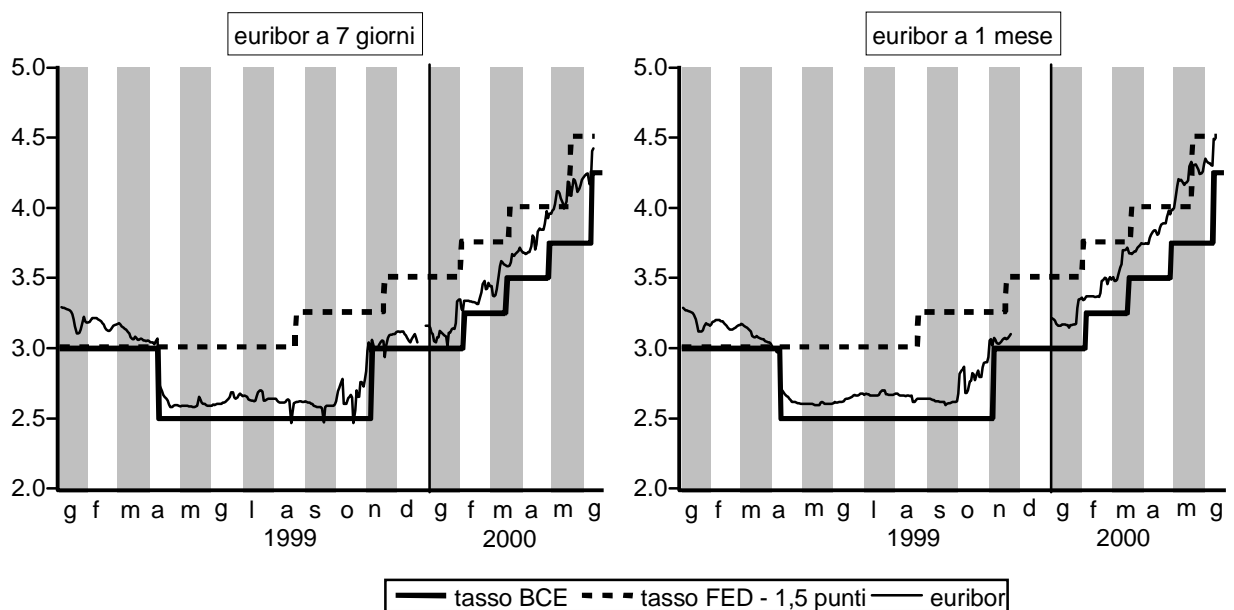
FIG. 3.5 – L’andamento dei tassi a breve durante i primi mesi dell’anno.
(Dati di fonte Datastream; periodo 1/1/2000 – 13/6/2000; i tassi sono stati depurati da alcune punte anomale; le linee verticali si riferiscono al giorno seguente le riunioni del Consiglio direttivo.)



Se si osserva la FIG. 3.6, che riporta, oltre agli euribor a una settimana e a 1 mese, anche i tassi di policy di *entrambe* le banche, si nota che nel 1999 i nostri tassi a breve *hanno anticipato* (anche se nel caso del primo intervento solo molto parzialmente) i movimenti dei tassi della BCE e *non* quelli della FED (e questo è ben visibile osservando l’andamento dell’euribor a una settimana nei giorni precedenti l’intervento di novembre). E’ credibile allora che nel 2000 gli operatori abbiano improvvisamente *smesso* di “capire” la BCE? La nostra opinione è più semplicemente che l’apparente legame che si riscontra nel grafico tra l’andamento dei nostri tassi di mercato e quello di *policy* della FED sia riconducibile (1) alla vicinanza tra gli interventi delle due banche centrali, (2) al fatto che gli operatori,

prendendo atto dell'importanza che la BCE aveva cominciato a dare al cambio, abbiano *razionalmente* utilizzato le previsioni sugli interventi della FED come ulteriore indicatore delle future mosse della BCE. E' chiaro che è troppo presto per dare una risposta definitiva al problema, perché per farlo occorrerebbero informazioni aggiuntive, ma tra le due alternative, di operatori che smettono di essere consapevoli, e di operatori che continuano ad essere consapevoli *ma* che sanno adattarsi alle nuove informazioni, la nostra preferenza va sicuramente alla seconda ipotesi.

FIG. 3.6 – Confronto tra i tassi euribor e i tassi di *policy* di BCE e FED. (Dati di fonte Datastream; periodo 1/1/2000 – 13/6/2000; i tassi sono stati depurati da alcune punte anomale; il tasso della BCE è stato abbassato di 1,5 punti per rendere più chiaro il grafico).



3.3 Le banche italiane: impieghi e raccolta

L'analisi del recente andamento dei principali aggregati creditizi nell'Eurosisteme rafforza le tendenze già osservate da qualche tempo:

- contenuta crescita della raccolta diretta, che segna peraltro un recupero negli ultimi mesi;

- sostenuta crescita dei crediti bancari alle famiglie (in connessione con il forte incremento della domanda di mutui per acquisto/ristrutturazione di abitazioni) e alle imprese (ove la domanda di fondi è finalizzata non solo al supporto dell'attività produttiva, ma anche al finanziamento di operazioni di ristrutturazione societaria e di concentrazione);
- accelerazione del processo di disintermediazione delle banche nell'erogazione di finanziamenti al segmento *large corporate*, grazie al più frequente accesso delle imprese a strumenti di mercato, quali *corporate bonds* e collocamenti azionari.

Nel sistema bancario italiano, a fianco di tendenze comuni a quelle dell'area Euro, si osservano:

- la polarizzazione della provvista sulle due forme tecniche, estreme per durata, del conto corrente e dell'obbligazione;
- nel peso ancora modesto del settore *retail* (famiglie e piccole imprese) sul totale delle consistenze;
- differenze nel *pricing* soprattutto per quanto riguarda i tassi attivi, mediamente inferiori alla media europea.

Gli impieghi. Nel corso dell'ultimo quadrimestre si è rilevata una accelerazione della crescita degli impieghi bancari (comprensivi di sofferenze e pronti/termine, secondo la definizione armonizzata UE) in atto ormai dall'inizio del 1999. Nel mese di aprile sono stati rilevati tassi di variazione annua pari all'11,6% (TAB. 3.8) e a maggio sono stati raggiunti valori prossimi al 13% (Rapporto ABI, Giugno 2000). Diversamente da quanto accaduto nella seconda metà del 1999 e nei primi mesi del 2000 quando la componente più vivace all'interno dell'aggregato degli impieghi era quella relativa ai prestiti a medio-lungo termine, nel corso del mese di aprile è stato il segmento dei prestiti a breve termine a mostrare tassi di crescita superiori e particolarmente sostenuti (+ 13,9%, rispetto a + 11,1% dei prestiti a medio-lungo termine). Un simile andamento implica un più sostenuto utilizzo di forme tecniche quali le aperture di credito in c/c e dei cosiddetti prestiti autoliquidanti, legati principalmente allo smobilizzo di crediti commerciali. Ciò può essere spiegato dalla ripresa della produzione industriale e degli ordinativi che determinano un maggiore fabbisogno di finanziamento a breve e una maggiore disponibilità di crediti commerciali da

“scontare”. Un secondo fattore che spiega la sostenuta crescita dei prestiti a breve è rinvenibile nel comportamento del settore delle Istituzioni finanziarie, per le quali a fine Marzo si registrano tassi di variazione annua superiori al 21%. Tra queste istituzioni si ritiene che siano soprattutto le società di credito al consumo, oltre a quelle di leasing, a esprimere una sostenuta domanda di credito nei confronti delle banche dalle quali, peraltro, sono spesso controllate. Un terzo fattore è la domanda di credito bancario da parte delle famiglie (consumatrici) prevalentemente finalizzato all’acquisto di beni durevoli e alla copertura di temporanee esigenze di finanziamento che sorgono in fase di acquisto di immobili a causa dei tempi tecnici necessari per la stipula di un mutuo ipotecario (i cosiddetti pre-finanziamenti).

L’andamento dei prestiti alle famiglie che, pur rappresentando ancora una quota esigua del portafoglio prestiti delle banche, mostra elevati tassi di crescita. Secondo i dati della Banca d’Italia relativi alla fine di Marzo il tasso di crescita annua dei prestiti alle famiglie consumatrici è infatti pari al 17,7%, nettamente superiore a quello relativo all’intero aggregato dei prestiti (+11,8%) nonché a quello delle società non finanziarie (+9,1%) e delle imprese individuali (8,0%). Alla stessa data il rapporto tra i prestiti erogati alle famiglie consumatrici e il totale generale è pari al 18,7% che si confronta con il 17,1% di Marzo 1999. Nell’ambito delle imprese, le branche che presentano una più sostenuta domanda di credito sono quella delle Macchine per ufficio ed elaborazione dati nonché quella dei Servizi dei trasporti marittimi e aerei, che proseguono secondo un trend rilevato anche nello scorso numero di Osservatorio.

Nonostante il perdurare della dinamica espansiva degli impieghi bancari, non si rilevano peggioramenti della qualità del portafoglio prestiti del sistema. Dal confronto tra i tassi di variazione del totale degli impieghi rispetto a quello relativo ai soli impieghi vivi (+12,5%) si desume che l’espansione dell’offerta di credito si accompagna ad una contrazione delle sofferenze. Questo è il risultato sia di una più attenta selezione dei prenditori e del loro monitoraggio, sia della diffusione di operazioni di cartolarizzazione di prestiti in sofferenza.

Per quanto attiene le altre voci dell’attivo bancario, il portafoglio titoli delle banche rileva una continua contrazione della componente obbligazionaria a favore di quella rappresentata da azioni e partecipazioni. La crescita di quest’ultima componente è attribuibile, tra l’altro, all’acquisizione di pacchetti

azionari di banche estere finalizzati all'espansione all'estero del nostro sistema bancario. Nell'arco dell'ultimo anno questa tipologia di partecipazioni è aumentata quasi del 50% raggiungendo valori pari a circa 12 mila miliardi di lire che si confrontano con gli oltre 74 mila miliardi delle partecipazioni in banche italiane.

TAB. 3.8 Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane (in Euro e valuta)

	Impieghi Totali	Impieghi Vivi	di cui:		Portafoglio Titoli	
			A Breve	A M/L	Titoli di Stato e Obbl.	Azioni e partecipazio -ni
1999						
giu	8,6	8,7	7,8	9,5	1,9	26,0
set	8,6	9,0	6,2	11,8	2,4	26,2
dic	9,7	9,5	6,8	12,2	1,0	33,0
2000						
gen	9,8	9,9	8,3	11,6	0,8	33,8
feb	10,5	11,2	10,4	11,9	-3,4	37,5
mar	10,9	11,7	11,6	11,7	-0,8	35,8
apr	11,6	12,5	13,9	11,1		

Fonte: Banca d' Italia: Supplementi al Bollettino Statistico; per gli impieghi gli ultimi 3 dati sono tratti dal Comunicato stampa.

I prestiti alle famiglie. Per disporre di più dettagliate indicazioni circa la dinamica e le caratteristiche dell'offerta di credito alle famiglie è stata condotta un'indagine tra 12 banche partecipanti al Laboratorio di Analisi Monetaria⁸. I risultati indicano che nel corso dell'ultimo anno la rilevanza del credito alla famiglia è aumentato, e talvolta in misura particolarmente consistente; solo in due banche si è osservata una diminuzione o stabilità del fenomeno. In media oltre l'81% dei prestiti contratti dalle famiglie è rappresentato da mutui a medio-lungo termine, che in taluni casi raggiungono anche il 98% dell'aggregato di riferimento. Tale percentuale è aumentata nel corso dell'ultimo anno nella maggior parte delle banche esaminate. Oltre l'83% di tali mutui viene sottoscritto per l'acquisto di immobili e un ulteriore 12% per la loro ristrutturazione o ampliamento. Il 58% dei mutui ha durata pari a 10 anni, il 34% a 15 anni e il 9% a 20 anni; inoltre la quasi totalità delle banche indica che la durata media si è

⁸ Hanno partecipato all'indagine 12 banche e gruppi bancari di diverse dimensioni, operanti prevalentemente nel Centro-Nord Italia. Il campione pur non essendo statisticamente significativo, è a nostro avviso rappresentativo del comportamento di un'ampia fascia di banche italiane.

allungata. Quest'ultima constatazione pone all'attenzione la questione della trasformazione delle scadenze e il possibile aumento dell'esposizione al rischio di tasso, che tuttavia appare attenuato dal fatto che solo l'11,5% dei mutui in essere è a tasso fisso, mentre il 70% è a tasso variabile.

La crescita della domanda di mutui viene unanimemente giustificata da fattori di domanda e dal livello dei tassi di interesse, ma è indubbiamente sostenuta da politiche delle banche che hanno innovato le caratteristiche tecniche dei mutui rendendoli più flessibili e pertanto in grado di adeguarsi maggiormente alle esigenze e alle possibilità dei mutuatari. Specificamente dall'indagine risulta che un numero crescente di banche tra quelle che hanno partecipato all'indagine del Laboratorio di Analisi Monetaria offrono alla loro clientela mutui che si discostano dal tradizionale mutuo a tasso fisso o variabile e con ammortamento a rate costanti. Le innovazioni riguardano, da un lato, l'introduzione di opzioni a favore del cliente per la trasformazione del tasso da fisso a variabile e viceversa (fissando quindi il costo massimo del prestito), opzioni che – diversamente da quanto accadeva sino a qualche anno fa – possono essere esercitate più volte nella vita del prestito e alle date prescelte dal cliente; dall'altro, la previsione di piani di ammortamento flessibili, che consentono al cliente di definire l'entità del suo impegno finanziario in funzione della prevista capacità di rimborso. Tra i servizi offerti dalle banche alla clientela vi è anche la possibilità, prima della stipula del mutuo, di ottenere una sorta di pre-finanziamento (un cosiddetto *bridge loan*) consistente in un'apertura di credito in c/c talvolta regolata a tassi più bassi perché considerata meno rischiosa in ragione della sua strumentalità/dipendenza rispetto al futuro mutuo. Questa forma di pre-finanziamento non dà luogo tuttavia a volumi elevati e spesso viene gestita dalle banche in modo destrutturato e non secondo procedure codificate e predefinite. Infine, ancora assolutamente poco diffusi sono i “pacchetti” che affiancano al prodotto creditizio una qualche copertura assicurativa sulla vita del debitore che viceversa sono ormai considerati un prodotto standard presso banche di altri paesi europei (l'Inghilterra in primis).

L'altro segmento in cui si scompongono solitamente i prestiti alle famiglie - quello relativo ai prestiti personali a breve termine e al credito al consumo - appare assai meno rilevante di quello dei mutui, da un lato, a causa dell'ancora ridotta propensione all'indebitamento da parte delle famiglie, dall'altro per il fatto che buona parte dell'erogazione di credito al consumo è effettuata da specifiche

società prodotta giuridicamente autonome rispetto alle banche e non viene quindi rappresentata nei bilanci delle banche né nelle statistiche della Banca d'Italia riferite alle banche. Sebbene le società finanziarie di credito al consumo siano spesso partecipate da banche, solo raramente esse sono controllate da un'unica banca e pertanto non rientrano sempre nel più stretto perimetro dei singoli gruppi bancari. Dall'indagine all'interno del Laboratorio di Analisi Monetaria emerge una generalizzata stabilità/diminuzione dell'incidenza dei prestiti a breve termine direttamente erogati dalle banche alle famiglie sia sulla totalità dei prestiti delle singole banche, sia sul totale dei soli prestiti alle famiglie. Questo andamento viene motivato perlopiù con la crescente intensità della concorrenza esercitata dalle società finanziarie di credito al consumo che determina la perdita di quote di mercato a danno delle banche. Tra i prestiti a breve termine alle famiglie, la componente più rilevante è sicuramente rappresentata da finanziamenti rateali senza destinazione specifica (la media semplice del campione LAM è pari quasi al 50%, con punte sino al 75%) seguita dai prestiti per l'acquisto dell'auto (circa 30% in media) e di altri beni durevoli.

Nella determinazione dei tassi di interesse nel comparto dei prestiti alle famiglie le banche fanno riferimento al Prime Rate ABI e all'euribor a 3/6 mesi per i crediti a breve termine e per quelli a medio-lungo termine a tassi variabili, e ai tassi impliciti negli Interest Rate Swap per i prestiti a medio lungo termine a tasso fisso (la durata dell'IRS è analoga a quella del prestito). Dall'indagine risulta che nella maggior parte dei casi i tassi vengono definiti a livello di direzione centrale e i margini di discrezionalità lasciati alla rete di sportelli – il principale canale di distribuzione di questa tipologia di prestiti – oscilla tra 0,25 e 0,50 punti base.

Un aspetto significativo concerne l'uso di sistemi automatici di selezione degli affidati, quali il *credit scoring*. Delle 12 banche esaminate, 7 dichiarano di utilizzare tecniche di *credit scoring*, 1 dichiara che questa tecnica è in fase di attivazione e 4 che non la utilizzano. La diffusione del *credit scoring* appare positivamente correlata con le dimensioni delle istituzioni, che tuttavia non sembrano rappresentare una discriminante assoluta. Queste tecniche di misurazione automatica del rischio vengono applicate alla clientela famiglie (o talvolta solo a una parte di essa) e/o alle piccole e medie imprese. La loro rilevanza viene giudicata medio/alta con riferimento alla decisione ultima di

concedere o meno il credito mentre appare piuttosto bassa ai fini della determinazione dei prezzi a cui il credito viene concesso.

Infine, con riferimento ai futuri sviluppi della domanda di credito da parte delle famiglie, le banche del Laboratorio di Analisi Monetaria concordano nell'indicare aspettative di crescita, anche per quanto riguarda le famiglie produttrici (le imprese individuali). Meno nette risultano invece le aspettative relative agli altri settori dell'economia – le imprese medio-grandi e le attività commerciali e di servizi – per i quali è tuttavia tendenzialmente esclusa una prossima diminuzione dei volumi.

La raccolta. Anche nel primo quadrimestre dell'anno la crescita della raccolta - intesa come l'aggregato dei depositi e delle obbligazioni - si è mantenuta su livelli piuttosto contenuti ancorché superiori a quelli evidenziati nella parte terminale del 1999 (TAB. 3.9). Il significativo divario tra la dinamica degli impieghi e quella della raccolta ha determinato un ulteriore incremento del rapporto impieghi-raccolta che secondo i dati del campione SI-ABI ha raggiunto al termine del mese di maggio valori prossimi al 102% che si confrontano con il 99,4% di dicembre 1999.

TAB. 3.9 Tassi di variazione annuale delle principali voci del passivo delle banche italiane (in Euro e valuta)

	Depositi totali	di cui:				Totale Obbl.	Raccolta Diretta	Raccolta Indiretta	
		a vista	con durata prestab.	rimb. con preavv.	P/T			Totale	di cui: gestita
1999 giu	-1,4	9,2	-20,8	-0,5	-22,5	11,8	2,4	13,2	25,7
set	0,4	14,0	-20,6	1,2	-27,1	9,5	3,2	10,3	17,5
dic	0,9	10,4	-21,3	0,0	-16,2	8,2	3,1	6,7	14,9
2000 gen	1,5	10,2	-20,6	-0,3	-11,4	9,1	3,8	1,0	16,7
feb	2,0	12,1	-19,4	-0,9	-15,8	9,1	4,2	0,1	11,7
mar	3,0	12,0	-18,0	-1,1	-11,3	10,9	5,5	-1,0	11,6
apr	4,5	12,1	-16,0	-1,7	-2,9	10,7	6,5		

Fonte: Banca d' Italia: Supplementi al Bollettino Statistico; per la raccolta diretta gli ultimi 3 dati sono tratti dal Comunicato stampa

Si conferma la tendenza verso la polarizzazione della raccolta sui depositi in c/c – per i quali alla fine di aprile si rilevano tassi di crescita sostenuti e pari al 12,1%– e alle obbligazioni, che dopo un leggero rallentamento nella seconda metà

del 1999, riprendono a crescere a ritmi sostenuti (+ 10,7% alla fine di aprile). Di segno negativo i tassi di variazione di tutte le altre forme di raccolta e in particolare per gli strumenti con durata prestabilita, e cioè i CD.

La composizione per scadenza della raccolta – per il 67% rappresentata da poste a vista e per il 33% da obbligazioni con scadenza originaria generalmente compresa tra 24 e 60 mesi – appare sensibilmente diversa da quella dell'attivo, composto per il 49% da mutui la cui durata media è di circa 10 anni. Il rischio di tasso ricollegabile al *mismatching* di scadenze risulta meno evidente se si considera che una buona parte dei mutui è - come risulta dalla stessa indagine sui prestiti alle famiglie - regolata a tassi variabili; tuttavia in una fase di rialzo dei tassi come quella attuale, questo sbilanciamento potrebbe dar luogo a ripercussioni negative sul conto economico.

Come indicato anche nell'ultimo numero di Osservatorio, la più contenuta crescita della raccolta diretta è da imputarsi a precise scelte delle banche di orientare i flussi di risparmio della clientela verso forme di risparmio gestito che non solo garantiscono maggiori rendimenti ai loro detentori ma assicurano alle banche più elevati margini di guadagno e consentono loro una maggiore fidelizzazione della clientela. Ciò nonostante i dati indicano che, dopo una forte espansione della cosiddetta raccolta indiretta nei primi mesi dell'anno, questo aggregato è stato interessato da una dinamica molto debole, così come dimostrato anche dai dati sulla raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani (si veda il capitolo 5).

Le fonti alternative di provvista cui fanno ricorso le banche consistono, oltre che nel ricorso al mercato interbancario, nell'emissione di obbligazioni negli euromercati: tra la fine di dicembre 1999 e la fine di marzo 2000 la cosiddetta provvista sull'estero ha difatti generato un flusso di quasi 20 mila miliardi di lire, risultando la principale fonte di fondi per il sistema bancario.

3.4 Le banche italiane: tassi attivi e passivi

Seguendo l'andamento dei tassi di mercato e di *policy* - influenzati dall'orientamento restrittivo della politica monetaria - è proseguita anche nei primi cinque mesi dell'anno la fase ascendente dei tassi di interesse bancari, in atto ormai dall'autunno scorso. L'adeguamento dei tassi bancari a quelli di

mercato è stato tuttavia solo parziale e comunque inferiore a quanto avvenuto nell'area dell'Euro.

Tassi attivi. Nel corso del primo quadrimestre dell'anno i tassi bancari attivi sulle brevi scadenze hanno manifestato una certa vischiosità rispetto alle fluttuazioni del tasso di *policy* e all'andamento dei tassi di mercato. Nel periodo gennaio-maggio 2000 il tasso medio praticato dal sistema bancario è cresciuto di circa 50 centesimi (TAB. 3.9) a fronte di un aumento di 75 punti del tasso di rifinanziamento principale e di 100 punti dell'euribor a 3 mesi. L'adeguamento del costo del denaro è stato inoltre più lento rispetto a quanto avvenuto nell'intera area Euro-11 dove, nel periodo settembre 1999 - marzo 2000, risulta un aumento del tasso sui prestiti sino a 1 anno pari a +0,72% che si confronta con lo 0,46% del tasso medio sui prestiti a breve termine in Italia. La vischiosità dei tassi bancari italiani è imputabile, in parte, a un incremento del livello di concorrenza del mercato degli impieghi, dovuto sia alla crescente forza negoziale delle imprese, sia all'utilizzo da parte delle banche della leva di prezzo al fine di acquisire nuove quote di clientela privata. Essa è altresì imputabile alla conversione di una parte dei prestiti erogati nella forma tecnica dell'apertura di credito in *c/c* in forme tecniche che consentono una migliore gestione del rischio di credito – ad esempio forme di smobilizzo di crediti commerciali – alle quali sono pertanto associati premi per il rischio inferiori. Se si confronta l'euribor a 3 mesi - indicato dalle banche partecipanti al Laboratorio di Analisi Monetaria come il prevalente parametro per la fissazione del prezzo dei finanziamenti a breve termine - con il tasso relativo a questa tipologia di impieghi si osserva che, a maggio, il premio al rischio mediamente applicato dalle banche si aggira intorno a 170 punti base, valore notevolmente inferiore al corrispondente dato 1999 (293 punti). Inoltre l'ampliamento dello *spread* tra il tasso minimo praticato alla clientela migliore e l'euribor a 3 mesi conferma la tendenza dalle banche italiane a ricorrere a manovre di tasso in un'ottica di acquisizione/mantenimento della clientela. Una ragione non secondaria della scarsa mobilità dei tassi a breve potrebbe inoltre essere identificata con il sostenuto sviluppo della domanda di credito da parte di società finanziarie (società di leasing, factoring, credito al consumo) che, facendo spesso parte di gruppi bancari, fruiscono di finanziamenti a tassi piuttosto bassi.

Nel segmento del credito a medio e lungo termine il tasso relativo alle consistenze si attesta a maggio su un livello medio di 6,07%, mentre quello sul credito erogato è pari al 5,24% per il settore imprese, e al 6,11% per le famiglie (TAB. 3.9). Le variazioni dei tassi sulle nuove erogazioni di credito mostrano, analogamente a quanto accade per i tassi di mercato, una sostanziale stabilità rispetto a quanto rilevato a fine febbraio. Questo andamento è determinato dalla politica delle banche volta ad anticipare le variazioni introdotte dalle autorità di politica monetaria e dalle specifiche politiche di *pricing* da queste adottate. Le indicazioni delle banche del Laboratorio di Analisi Monetaria suggeriscono, al proposito, che i prevalenti parametri di riferimento per la fissazione dei tassi sono il tasso euribor a 6 mesi o l'IRS di durata pari al prestito e ciò determina una stretta correlazione tra i tassi bancari e quelli di mercato.

TAB 3.9 Tassi attivi (sui crediti in euro)

		A breve			A medio-lungo		
		C/C	Min.	Medio	Sulle consistenze	Sulle nuove erogazioni	
						alle imprese	alle famiglie
1999	giu	6,15	2,76	5,37	6,27	4,06	5,43
	set	6,13	2,74	5,25	5,87	4,38	5,56
	dic	6,37	3,03	5,55	5,89	4,58	5,50
2000	gen	6,37	3,14	5,57	5,96	4,73	5,59
	feb	6,47	3,21	5,64	5,96	5,02	5,91
	mar	6,55	3,31	5,71	5,97	4,93	5,96
	apr	6,68	3,44	5,84	6,03	4,96	5,93
	mag (1)	6,90		6,04	6,07	5,24	6,11
	20-apr-00	6,70	3,46	5,87	n.d.	n.d.	n.d.
	30-apr-00	6,69	3,49	5,85	n.d.	n.d.	n.d.
	10-mag-00	6,89	3,54	6,07	n.d.	n.d.	n.d.

(1) Stima SI-ABI

Fonte: Banca d' Italia, Supplemento al Bollettino Statistico e segnalazioni decedali (Codici: 6001 - 6003 - 6004 - 6006 - 6009 - 6007).

Ulteriori indicazioni sulle politiche di tasso delle banche si evincono dai dati contenuti nel rapporto ABI (basato sulle segnalazioni decedali) da cui emerge nel primo quadrimestre del 2000 una tendenza al rialzo più accentuata sia per le banche “maggiori e grandi” sia per le banche “piccole e minori” (per le quali si rilevano inoltre i tassi più elevati), mentre le banche medie sembrerebbero orientate ad un contenimento del costo del credito, in particolare nei confronti del settore famiglie. Da queste constatazioni sembra che, mentre le banche medie tendono ad acquisire quote di mercato nel *retail* utilizzando principalmente la leva

del prezzo, le banche maggiori e grandi, e le piccole – spesso parte di un gruppo controllato da una grande banca - puntano all'acquisizione o al rafforzamento delle relazioni di clientela ricorrendo maggiormente all'offerta di servizi e quindi a politiche di *non-price competition*.

Tassi passivi. L'andamento dei tassi passivi evidenzia una forte rigidità rispetto ai tassi di mercato, sicuramente più marcata di quella riscontrata per i tassi attivi. Il tasso medio passivo corrisposto alla clientela ordinaria sul totale dei depositi raggiunge a maggio l'1,68%, evidenziando un aumento di soli 12 centesimi rispetto al livello di gennaio e di 24 centesimi rispetto al minimo storico di settembre 1999 pari a 1,44% (TAB. 3.10). Anche il tasso sui c/c – la forma tecnica alla quale si associano i maggiori tassi di crescita della raccolta – mostra un incremento solo minimamente superiore a quello dei tassi medi (+ 17 punti base nel periodo gennaio-maggio 2000). La sostanziale stabilità del costo della raccolta bancaria a breve termine è presumibilmente da imputarsi alla limitata concorrenza che si esplica in questo segmento del mercato bancario, dovuta al maggiore interesse delle banche per la prestazione di servizi per la gestione del risparmio, nonché alla diffusione di modalità di *pricing* “miste” che prevedono, cioè, la compensazione di parte della remunerazione sulle giacenze con il costo dei servizi di pagamento abbinati al deposito. A quest'ultimo proposito si ricorda che l'analisi condotta nello scorso numero di Osservatorio indicava tuttavia che i c/c cosiddetti “a zero spese e zero interessi” rappresentano ancora una quota oltremodo esigua del totale dei c/c di deposito.

Significativo è il fatto che nel corso del 2000 si sia allargata la forbice tra la remunerazione media dei depositi e quella massima: si passa infatti dai 151 centesimi di gennaio ai 171 di aprile. Un simile fenomeno potrebbe quantomeno in parte essere spiegato con la diffusione di c/c, tra cui i cosiddetti “conti *trader*”, che offrono remunerazioni elevate (attualmente i tassi sono superiori al 4%) in certe circostanze addirittura superiori ai tassi del mercato monetario. L'offerta di questi c/c ad elevata remunerazione avviene prevalentemente da parte di banche che operano nell'ambito dell'Internet banking e che, da un lato, sono disposte a sostenere costi della raccolta anche molto elevati pur di acquisire quote di mercato e, ancora di più, conquistare una maggiore visibilità e reputazione, e, dall'altro lato, riescono comunque a raggiungere elevati livelli di efficienza tecnico-

operativa, che consentono loro di trasferire sul cliente, nella forma di maggiori interessi, parte dei risparmi conseguiti nei costi operativi. L'offerta di questi c/c rappresenta un elemento propulsivo della concorrenza nel mercato della raccolta al dettaglio a cui potrebbero seguire un'attenuazione della rigidità dei tassi passivi e un aumento dell'onerosità di questa parte del *funding*. In questa stessa direzione potrebbe peraltro agire l'offerta di prodotti di custodia del risparmio e di gestione della liquidità da parte delle Poste, che recentemente si sono affacciate a questo mercato adottando strategie di mercato particolarmente aggressive.

Passando a considerare i tassi relativi alle obbligazioni bancarie (escluse quelle con natura di prestito subordinato) si osservano sulle consistenze tassi pari al 4,55%, 5 centesimi sopra il livello del mese precedente (TAB. 3.10). Sulle nuove emissioni a tasso fisso il tasso mediamente applicato dal sistema in aprile è del 4,49%, e cioè 45 centesimi in più rispetto a gennaio, ma in calo di oltre 30 punti base sul dato di marzo. Mediamente gli *spread* tra i tassi di remunerazione delle obbligazioni di nuova erogazione e i tassi di mercato si mantengono molto contenuti e talvolta raggiungono valori negativi; questa considerazione unitamente al fatto che il tasso di crescita di questi strumenti è tuttora piuttosto elevato induce a ritenere che il loro mercato sia caratterizzato ancora da scarsa competitività e trasparenza.

TAB. 3.10 Tassi passivi (sui depositi in euro)

	Depositi				Obbligazioni			
	C/C	Cd Lire	Max Depositi	Medio Depositi	Medio Consistenze	emissioni		
						Tasso Fisso	Tasso Var.	
1999	giu	1,09	4,19	2,52	1,51	4,74	2,74	3,10
	set	1,08	3,99	2,51	1,45	4,52	3,66	3,52
	dic	1,22	3,85	2,89	1,52	4,45	4,68	3,34
2000	gen	1,30	3,81	3,07	1,56	4,49	4,04	2,63
	feb	1,28	3,75	3,02	1,54	4,49	4,38	3,68
	mar	1,34	3,72	3,13	1,58	4,50	4,80	3,62
	apr	1,42	3,72	3,35	1,64	4,55	4,49	3,99
	mag (1)	1,47	n.d.	n.d.	1,68	n.d.	n.d.	n.d.
	20-apr-00	1,43	3,72	3,38	1,65	n.d.	n.d.	n.d.
	30-apr-00	1,44	3,72	3,39	1,65	n.d.	n.d.	n.d.
	10-mag-00	1,45	3,72	3,46	1,66	n.d.	n.d.	n.d.

(1) Stima SI-ABI

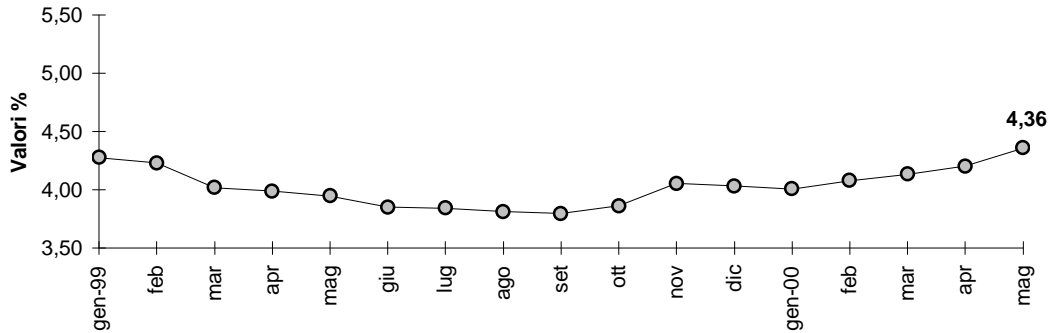
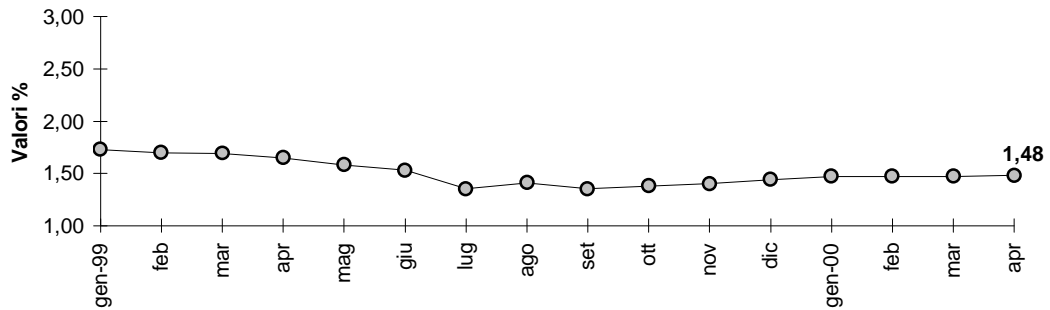
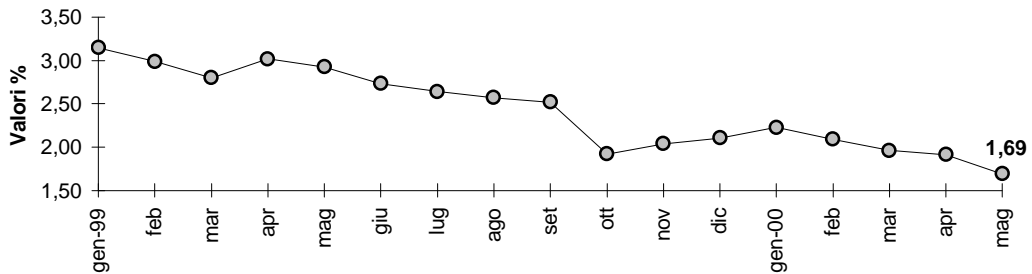
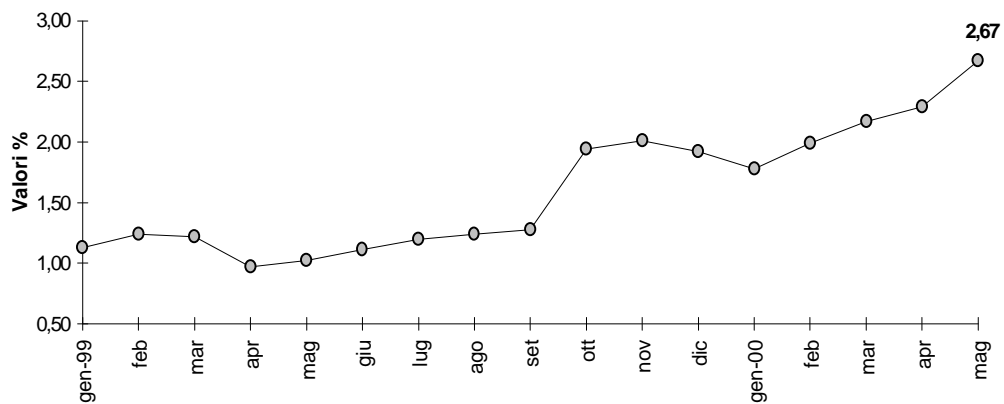
Fonte: Banca d' Italia, Supplemento al Bollettino Statistico e segnalazioni decadali (Codici: 7003 - 7002 - 7017 - 7001 - 7010 - 7011 - 7013).

Gli spread. A motivo della maggiore vischiosità dei tassi passivi si osserva un ampliamento della forbice dei tassi, indicativo della maggiore redditività della gestione denaro delle banche. In particolare lo *spread* a breve termine (tasso medio impieghi a breve termine – tasso medio depositi) prosegue la fase di risalita, iniziata a settembre 1999, raggiungendo il 4,36% a maggio (stime ABI) e tornando sui livelli di fine 1998 (FIG. 3.7). Nella formazione del margine, tuttavia, il peso del *mark-up* sulla formazione dello *spread* si riduce fino a toccare il 39% nel mese di maggio (FIG. 3.9), tra l'altro, a causa del presumibile ritardo nel recepire gli effetti della manovra di aumento dei tassi della BCE. Per contro, la già citata rigidità dei tassi passivi determina un significativo ampliamento del *mark-down* che – secondo le rilevazioni sul campione SI-ABI - raggiunge valori prossimi al 2,7%, il valore più elevato nel corso degli ultimi 2 anni (FIG. 3.10).

La differenza fra i tassi sulla raccolta a medio-lungo termine (consistenze di obbligazioni) e quelli sugli impieghi di analoga durata si attesta invece su livelli più contenuti e pari a 1,48% in aprile, restando sostanzialmente invariato rispetto ai mesi precedenti (FIG. 3.8). Se calcolato come differenziale tra il tasso sulle nuove emissioni a tasso fisso e quello sulle erogazioni di credito al segmento famiglie, lo *spread* è di 1,44 punti percentuali, in crescita rispetto all'1,16 di marzo. Si ricorda tuttavia che, in considerazione dello sbilanciamento delle scadenze tra attivo e passivo nonché dell'assenza dalle sue modalità di calcolo del costo delle euro-obbligazioni, lo *spread* a medio lungo termine è un indicatore solo tendenziale della redditività dell'intermediazione creditizia a prorata scadenza.

3.5 Le previsioni sui tassi bancari

Il consolidamento della ripresa in Europa, il pericolo inflazionistico e i problemi del cambio sostengono le attese di ulteriori rialzi dei tassi di mercato nei prossimi mesi. Anche se non esiste un singolo indicatore che porti la Banca Centrale Europea ad attivare automaticamente un intervento, appare verosimile, dato il contesto corrente, che le autorità monetarie proseguano nella fase di gradualismo in atto dall'autunno scorso, nonostante il rialzo di giugno di 50 p.b. che ha innalzato il tasso Repo al 4,25%.

FIG. 3.7 Spread a breve termine (Tasso medio attivo b/t - Tasso medio depositi)**FIG. 3.8 Spread a medio lungo termine (Tasso medio attivo m/l - Tasso medio obbligazioni)****FIG. 3.9 Mark-up (Tasso medio attivo b/t - EURIBOR)****FIG. 3.10 Mark-down (EURIBOR - Tasso medio depositi)**

Questa previsione trova conferma nell'andamento dei tassi impliciti (par. 3.2), da cui si ricavano aspettative di rendimenti ancora in significativo rialzo per i prossimi dodici mesi. Per i motivi già accennati in precedenza, comunque, questi dati vanno interpretati con più cautele del solito, e infatti il profilo dei tassi a breve che emerge dalle stime dei principali istituti di ricerca (Prometeia, Ufficio Studi Comit, etc.), pur essendo anch'esso ascendente, è decisamente più basso: il tasso euribor a 3 mesi continuerebbe a presentare un trend di graduale ascesa per la restante parte dell'anno, ma si situerebbe ben sotto quanti indicato dal tasso implicito. La dinamica di quest'ultimo implicherebbe, infatti, un aumento dei tassi della BCE di ulteriori 50 p.b. nel corso del prossimo semestre.

Nonostante nei primi mesi del 2000 l'andamento dei tassi bancari sia risultato sostanzialmente coerente con le previsioni ricavate dalla struttura dei tassi per scadenza, ai fini delle nostre previsioni sono così stati elaborati due scenari alternativi, corrispondenti ai due diversi profili dei tassi di mercato a breve sopra descritti, che delinerebbero una sorta di banda entro cui potrebbe situarsi l'effettiva dinamica dei tassi bancari (TAB. 3.11). Sulla base di entrambi gli scenari (quello pessimista basato sui tassi impliciti o quello ottimista più simile alle previsioni dei principali istituti) viene comunque confermata la fase ascendente dei tassi bancari nel prossimo semestre, con un tasso sugli impieghi che potrebbe portarsi dal 5,84% di aprile (ultimo dato disponibile) ad un livello compreso fra il 6,55 e il 6,80% a fine anno. Nello stesso periodo il tasso sui c/c dovrebbe registrare una variazione all'insù di almeno 46 pb, attestandosi entro una fascia compresa fra l'1,88% dello scenario ottimista e il 2% nello scenario di alto profilo. Come si può osservare, l'adeguamento previsto nei tassi sui depositi in c/c appare comparativamente superiore rispetto a quello registrato da settembre ad aprile. Nella previsione econometrica viene infatti incorporato il ritardo con cui questi tassi si adeguano a quelli di mercato. E' inoltre ragionevole ritenere che pressioni competitive, derivanti sia da *players* tradizionali che dalla diffusione dell'*e-banking*, potranno indurre una maggiore revisione al rialzo dei tassi passivi.⁹ La forbice bancaria, in linea con il consolidarsi della fase ascendente dei

⁹ Finora, però, i test e le stime econometriche non hanno segnalato alcuna significativa variazione degli *spread* di equilibrio rispetto tra i tassi di mercato e i tassi attivi e passivi. Nonostante questo, in considerazione di quanto suggerito da alcuni operatori, la stima dell'incremento dei tassi attivi presentata nella tabella è stata ridimensionata rispetto al risultato fornito dall'analisi econometrica (a dicembre 2000 la correzione è di circa 2-3 decimi di punto). Sono stati invece aumentati il tasso delle obbligazioni e dei CD oltre i 18 mesi.

tassi, continuerà ad aumentare, anche se in misura moderata, a causa del maggior adeguamento previsto con riferimento al tasso sui depositi.

TAB. 3.11 – Tassi di mercato e tassi bancari: valori effettivi e previsioni per il 2000 (nostre elaborazioni su dati disponibili al 9-6-2000; i valori effettivi sono riportati in neretto).

	Tasso <i>Repo</i>	Euribor 3m	Medio impieghi	Passivo c/c	Tasso CD<6m	Tasso CD>18m	Obbl. bancarie
Scenario di forte crescita dei tassi di mercato							
Apr	3,75	3,93	5,84	1,42	2,61	3,21	4,49
Mag	3,75	4,30	6,02	1,47	2,70	3,31	4,55
Giu	4,25	4,61	6,22	1,55	2,81	3,40	4,60
Lug	4,25	4,67	6,30	1,61	2,96	3,43	4,64
Ago	4,25	4,72	6,37	1,70	3,05	3,44	4,68
Set	4,25	4,77	6,44	1,75	3,12	3,46	4,72
Ott	4,25	4,80	6,57	1,79	3,17	3,48	4,76
Nov	4,25	4,85	6,60	1,83	3,23	3,51	4,80
Dic	4,25	4,93	6,65	1,88	3,29	3,55	4,83
Scenario di modesta crescita dei tassi di mercato							
Apr	3,75	3,93	5,84	1,42	2,61	3,21	4,49
Mag	3,75	4,30	6,02	1,47	2,70	3,31	4,55
Giu	4,25	4,61	6,22	1,55	2,81	3,40	4,60
Lug	4,25	4,79	6,30	1,65	2,99	3,45	4,65
Ago	4,25	4,92	6,40	1,72	3,09	3,50	4,68
Set	4,50	5,03	6,55	1,77	3,20	3,53	4,75
Ott	4,50	5,13	6,60	1,86	3,29	3,55	4,79
Nov	4,75	5,22	6,76	1,92	3,38	3,60	4,85
Dic	4,75	5,31	6,80	2,00	3,46	3,68	4,90

4. IMPIEGHI BANCARI E MISURAZIONE DELLA PERFORMANCE: DUE CONTRIBUTI

In questo capitolo vengono presentati due contributi specificamente diretti ad affrontare questioni di rilievo sulla gestione dell'attività bancaria. Il primo sviluppa un'analisi dell'andamento degli impieghi bancari a partire dal 1995-96 analizzandone prima la composizione per scadenza, per prenditori e per finalità, poi trattando della evoluzione dei livelli di concorrenza delle forme tecniche e della qualità. Qualche cenno è fatto anche alla gestione dei rapporti banca-impresa.

Il secondo contributo presenta alcuni risultati di una indagine campionaria (per mezzo di un questionario) tra banche aderenti all'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa nell'impiego di tecniche di *value based management* nella gestione ordinaria di una azienda bancaria. Il questionario ha trattato questioni quali la scelta della misura di *performance* e le implicazioni che l'utilizzo di queste tecniche ha posto dal punto di vista operativo.

4.1 L'ANDAMENTO DEGLI IMPIEGHI BANCARI NELLA SECONDA PARTE DEGLI ANNI NOVANTA*

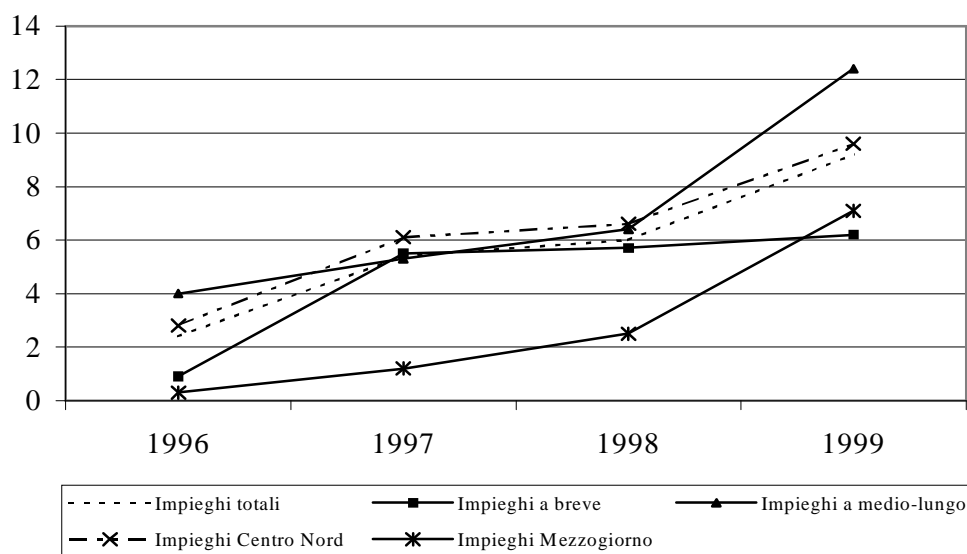
La parte finale degli anni '90 è stata contraddistinta da un significativo ritmo di crescita degli impieghi bancari. Nell'ultimo triennio le variazioni annue degli impieghi totali hanno oscillato tra 5 e 6 punti percentuali, con una forte accelerazione nel corso del 1999 (+9,2%), che si è ulteriormente accentuata nella prima parte del 2000 (FIG. 4.1). La crescita è stata alimentata soprattutto nell'ultimo biennio dal credito indirizzato alle società finanziarie e del parabancario e dai prestiti alle famiglie. Comparativamente più ridotto è stato il ruolo del credito alle imprese, fatta eccezione per alcuni comparti contraddistinti da uno sviluppo particolarmente dinamico (in particolare il settore dei servizi); la contenuta crescita dei finanziamenti al settore produttivo è riconducibile all'andamento congiunturale e al forte contributo offerto al finanziamento degli investimenti dalle fonti interne di finanziamento e dagli apporti di capitale di rischio.

* a cura di A. Patarnello.

La domanda di finanziamenti di società finanziarie e famiglie spiega in larga misura anche i divari di crescita che caratterizzano le diverse aree territoriali del mercato del credito. Il profilo di crescita risulta molto più accentuato per i prestiti erogati nelle aree del Centro Nord rispetto a quelli erogati nel Mezzogiorno del Paese, con differenziali dei tassi di variazione molto ampi e mai inferiori ai 2 punti percentuali nel periodo 1996-1999.

All'evoluzione prima sintetizzata si accompagnano fenomeni che indicano modifiche strutturali delle politiche di prestito delle banche, relative sia alla composizione dei finanziamenti e alla selezione delle controparti, sia alle caratteristiche dei rapporti tra banche e affidati. I comportamenti delle banche nell'area prestiti si sono infatti collocati negli ultimi anni in un quadro di mercato caratterizzato da un forte innalzamento dei livelli di concorrenza che sono probabilmente alla base di mutamenti sensibili, sintetizzabili in:

FIG. 4.1 Impieghi delle banche: tassi di crescita annui



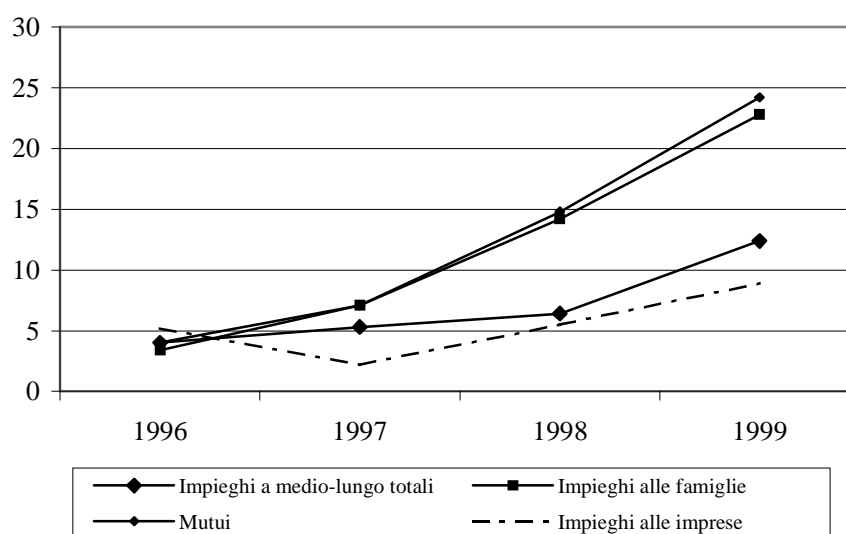
Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale per il 1999, Tav. D10

- un impulso alla diversificazione e all'ampliamento della gamma di forme tecniche e dei servizi offerti alle imprese, e una più generale revisione delle politiche concorrenziali di prodotto;

- un orientamento verso il segmento delle imprese medie e piccole, selettivo con riguardo alla rischiosità per comparti e aree geografiche, destinato presumibilmente ad accentuare il carattere *retail* dell'attività di prestito;
- un'attenuazione di alcuni caratteri tradizionali delle relazioni banca-impresa

La composizione degli impieghi bancari - L'andamento degli impieghi bancari è contraddistinto da sensibili differenze tra le variazioni della componente a breve scadenza e quelle dei prestiti a medio-lungo termine. La crescita di questi ultimi è stata significativamente superiore a quella degli impieghi a breve soprattutto nell'ultimo biennio ed è stata trainata prevalentemente dai prestiti alle famiglie consumatrici, e specificamente dalla componente costituita dai mutui (FIG. 4.2). I prestiti alle famiglie hanno rappresentato negli ultimi anni una quota crescente degli impieghi a prorata scadenza; i finanziamenti destinati a scopi produttivi appaiono viceversa in costante riduzione sul totale (TAB. 4.1). La quota prevalente dei prestiti a medio e lungo termine alle famiglie è rappresentata da finanziamenti per l'acquisto di abitazioni o di immobili con diversa destinazione.

**FIG. 4.2 Impieghi a medio-lungo termine delle banche:
tassi di crescita annui**



Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale, 1999, Tav. D11

Il peso delle operazioni di credito al consumo, in particolare per l'acquisto di beni durevoli, resta contenuto, nonostante la crescente attenzione posta dalle banche nella parte finale degli anni '90 allo sviluppo di nuovi prodotti di credito e a una più accurata segmentazione della domanda.

TAB. 4.1 Finanziamenti a medio-lungo termine a tassi di mercato
(Consistenze in migliaia di miliardi di lire)

	Finanziam. alle famiglie	%	di cui: Abitazioni	%	Investim. in macchinari	%	Altre destinazioni	%	Totale
1995	114	24,1	64	13,6	113	24,1	244	51,8	471
1996	120	25,2	68	14,4	104	22,0	250	52,8	474
1997	132	25,2	77	14,8	108	20,6	283	54,2	523
1998	148	26,0	92	16,1	109	19,2	312	54,8	570
1999	188	28,2	118	17,7	123	18,5	356	53,3	668

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB10420

L'attività di prestito alle famiglie, per il finanziamento dell'abitazione, interessa tuttavia prevalentemente le aree del nord del paese cui si indirizzava a fine 1999 una quota superiore al 60% del totale dei prestiti a prorata scadenza. I finanziamenti al consumo sono viceversa più omogeneamente distribuiti e riguardano per una quota significativa anche le regioni meridionali.(TAB. 4.2 e 4.3).

TAB. 4.2 Finanziamento delle abitazioni delle famiglie:
distribuzione per aree geografiche
(Composizione percentuale)

	NORD OVEST	NORD EST	CENTRO	SUD E ISOLE	TOTALE
1995	35,3	20,4	26,7	17,6	100
1996	38,3	20,5	25,0	16,2	100
1997	37,9	21,6	24,3	16,2	100
1998	37,7	22,8	24,7	14,8	100
1999	37,9	23,2	24,8	14,0	100

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB10420

**TAB. 4.3 Finanziamento di beni durevoli delle famiglie:
distribuzione per aree geografiche**

(Composizione percentuale)

	NORD OVEST	NORD EST	CENTRO	SUD E ISOLE	TOTALE
1995	28,7	17,6	23,4	30,2	100
1996	30,4	17,6	23,2	28,7	100
1997	31,4	19,0	20,9	28,7	100
1998	30,6	21,1	19,0	29,3	100
1999	29,8	22,0	20,2	27,9	100

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB10420

La forte riduzione dei tassi di interesse nella seconda parte degli anni '90, unitamente a una maggiore propensione all'indebitamento da parte dei privati, ha costituito la motivazione principale della crescita.

Tale tendenza non ha peraltro ancora avvicinato in modo sostanziale i comportamenti finanziari dei privati ai modelli prevalenti negli altri paesi europei. Nonostante la crescita registrata negli ultimi dieci anni (circa 3 punti percentuali), il rapporto tra indebitamento finanziario delle famiglie e PIL resta in Italia molto più contenuto rispetto agli altri principali paesi europei; secondo le indicazioni fornite dall'ultima Relazione annuale della Banca d'Italia, (p. 216) l'indebitamento riguarda peraltro una quota molto ridotta e decrescente delle famiglie italiane (21%) e finanzia solo per un limitato numero di famiglie (9% del totale) investimenti in abitazioni e immobili.

La diminuzione della quota dei finanziamenti indirizzati ad investimenti produttivi (macchine, attrezzature ecc.) è in parte il risultato dei più contenuti tassi di crescita dei prestiti alle imprese rispetto al totale. Su di essa pesano probabilmente anche i comportamenti delle imprese, che negli ultimi anni sono state in grado di finanziare un'ampia quota degli investimenti in beni strumentali attraverso l'autofinanziamento e gli apporti di capitale proprio. Tale tipologia di finanziamenti mantiene comunque un'incidenza non trascurabile sul totale e costituisce nel periodo una quota relativamente stabile dei finanziamenti alle imprese (compresa tra il 14% e il 15% circa). Tale situazione riflette gli effetti sui portafogli delle banche dei processi di despecializzazione e la volontà degli intermediari di diversificare le forme tecniche di affidamento; d'altro canto, è stato rilevato che la dinamica più contenuta di questa componente dei prestiti a medio-lungo termine può segnalare una minore propensione dei finanziatori ad

accettare operazioni a scadenza protratta nei confronti delle imprese che comportino una ridotta flessibilità nella revisione delle condizioni e, per certi versi, forti incertezze nelle modalità di recupero dei crediti in situazioni di difficoltà finanziarie dei prenditori (Relazione annuale della Banca d'Italia per il 1999, pp. 232-233).

La ricomposizione dei portafogli bancari è stata comunque sensibile: per il totale delle banche la componente a media-lunga scadenza ha raggiunto a fine 1999 il 52% del totale (contro il 48,7% del 1995); per le banche con raccolta a breve termine tale processo si è accompagnato a una compressione della quota delle operazioni in conto corrente come effetto di una più generale diversificazione delle forme tecniche che, come sarà evidenziato più oltre, ha privilegiato soprattutto le operazioni di prestito con vincolo di scadenza (TAB. 4.4 e 4.5).

L'annullarsi dei differenziali di interesse e la progressiva eliminazione del rischio di cambio realizzati con il passaggio all'euro hanno inoltre favorito lo sviluppo della componente dei prestiti in lire (euro) a scapito dei finanziamenti in valuta. Nel solo 1999 si è registrato un flusso di nuovi finanziamenti in euro a residenti pari a un controvalore in lire di circa 55.300 miliardi, a fronte di variazioni negative di finanziamenti espressi in marchi (-50% circa) e franchi francesi (-69% circa) e di aumenti molto contenuti (per un controvalore in lire di circa 5.300 miliardi) per i prestiti denominati nelle principali valute non euro (dollaro, sterlina e franco svizzero).

TAB. 4.4 Impieghi verso residenti delle banche
(Consistenze in migliaia di miliardi di lire)

	TOTALE	A breve	%	A medio-lungo	%
1995	969	497	51,25	472	48,75
1996	1.001	502	50,16	499	49,84
1997	1.071	531	49,54	541	50,46
1998	1.142	561	49,15	581	50,85
1999	1.296	624	48,15	672	51,85

Fonte: Banca d'Italia, Supplementi ai Bollettini statistici, Tav. TDDE0011

TAB. 4.5 Impieghi in lire verso residenti delle banche a breve termine
(Consistenze in migliaia di miliardi di lire)

	Totale	di cui:				di cui:				in C/c in lire	% su imp. a breve
		in lire	%	in valuta (*)	%	a breve in lire	%	a m/l in lire	%		
1995	857	772	90,1	85	9,9	480	62,1	292	37,9	309	64,3
1996	882	805	91,2	77	8,8	484	60,2	321	39,8	303	62,6
1997	955	876	91,7	79	8,3	511	58,3	365	41,7	310	60,7
1998	1.070	991	92,6	79	7,4	548	55,3	443	44,7	311	56,8
1999	1.189	1.142	96,0	47	4,0	611	53,5	531	46,5	323	52,9

(*) Dal 1999 valute diverse da quelle dell'area dell'euro

Fonte: Banca d'Italia, Supplementi ai Bollettini statistici, Tav. TDDE0060

La dinamica manifestata dai prestiti alle famiglie ha conferito all'intermediazione creditizia connotati maggiormente al dettaglio ma non ha inciso a tutt'oggi sensibilmente sulla composizione per controparti del portafoglio prestiti del sistema.

Sebbene l'esame delle statistiche presenti difficoltà dovute a discontinuità dei criteri di classificazione dei settori, è possibile rilevare che l'incidenza dei prestiti ai privati si è elevata di circa 3 punti percentuali tra il 1995 e il 1999 e che, nel complesso, la quota di pertinenza delle imprese è rimasta preponderante e tende a diminuire marginalmente solo nell'ultimo anno, in un quadro congiunturale contraddistinto da condizioni di offerta del credito particolarmente favorevoli (TAB. 4.6).

TAB. 4.6 Impieghi delle banche per settori di attività economica
(Composizione percentuale)

	Società non Finanziarie	Istituzioni Finanziarie	Imprese di assicur.ne	Pubblica Amm.ne	di cui: enti locali	Famiglie consum.	Imprese Individuali
1995	54,1	7,1	0,3	10,2	6,3	15,4	12,8
1996	53,4	7,8	0,4	9,8	6,4	15,5	13,1
1997	52,3	9,5	0,3	9,4	6,3	15,8	12,7
1998	58,4	9,6	0,6	8,5	5,8	16,9	6,0
1999	56,4	10,5	0,4	8,2	5,9	18,6	5,8

(*) La tavola presenta discontinuità nelle serie storiche dovute a revisioni apportate dopo il 1997 ai settori istituzionali (in particolare ai settori: famiglie e società finanziarie).

Fonte: Banca d'Italia, Supplementi ai Bollettini statistici, Tav. TDDE0021

La ricomposizione dei portafogli delle banche si è manifestata in una situazione in cui le imprese hanno mostrato condizioni di crescente autonomia nei confronti dell'indebitamento bancario anche grazie al cospicuo apporto dell'autofinanziamento. Pur nell'ambito di differenze notevoli nel ricorso al credito bancario da parte di imprese di diverse dimensioni e appartenenti ai singoli comparti economici, soprattutto le grandi imprese e talune imprese anche di minori dimensioni del settore energia hanno manifestato nell'ultimo periodo sensibili riduzioni degli indici di indebitamento (si veda Relazione annuale della Banca d'Italia per il 1999, pp. 218).

La polarizzazione degli impieghi nei confronti delle imprese resta tuttavia un tratto distintivo dell'attività creditizia domestica, in larga parte ascrivibile alle caratteristiche peculiari delle strutture finanziarie delle imprese, che presentano una incidenza comparativamente più elevata dei debiti finanziari a breve termine, e specificamente del debito bancario, nel confronto con i paesi europei dell'area dell'euro (Relazione annuale per il 1999, p. 222).

La concorrenza e l'evoluzione delle quote di mercato - Molteplici indicazioni confermano un innalzamento dei livelli della concorrenza nel mercato dei prestiti. Il fenomeno è stato favorito anche dall'evoluzione strutturale del sistema bancario e dal dinamismo delle banche nel corso degli anni '90 e sembra avere nel complesso beneficiato i mercati locali del credito e, in qualche misura, anche i prenditori di dimensioni medie e piccole. L'intensificarsi della concorrenza è stato sollecitato dalla convergenza dei tassi di interesse nell'area dell'euro e si è tradotto in apprezzabili movimenti delle quote di mercato tra banche localizzate nelle diverse aree geografiche e tra gruppi dimensionali di banche.

Le politiche di espansione si sono accompagnate ad azioni di penetrazione nei mercati locali – spesso attraverso acquisizioni di banche minori - che hanno avvantaggiato le banche localizzate nel Centro Nord del paese, più attive nelle strategie di crescita esterna. L'aumento delle quote di queste istituzioni nei mercati meridionali è stato particolarmente sensibile (TAB. 4.7).

TAB. 4.7 Impieghi bancari: quote di mercato per gruppi dimensionali e territoriali di banche (composizione percentuale)

	Banche maggiori e grandi	Altre banche	Banche con sede nel Centro Nord	Banche con sede nel Mezzogiorno
TOTALE ITALIA				
marzo 1998	58,7	41,3	89,7	10,3
dicembre 1999	56,7	43,3	91,2	8,8
NORD OVEST				
marzo 1998	62,3	37,7	98,4	1,6
dicembre 1999	60,7	39,3	98,0	1,9
NORD EST				
marzo 1998	40,9	59,1	99,0	1,0
dicembre 1999	40,8	59,1	98,7	1,3
CENTRO				
marzo 1998	65,2	34,8	95,6	4,4
dicembre 1999	63,2	36,7	95,8	4,2
SUD				
marzo 1998	60,8	39,2	55,0	45,0
dicembre 1999	56,9	43,0	63,1	36,9
ISOLE				
marzo 1998	65,6	34,4	39,4	60,6
dicembre 1999	63,2	36,8	45,6	54,4

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB10233

La posizione relativa degli istituti meridionali è stata solo in parte bilanciata da marginali incrementi della loro quota di mercato nei mercati del Nord Italia, conseguiti nonostante una limitata presenza territoriale. L'attività di prestito delle banche resta comunque caratterizzata da una forte propensione allo sfruttamento dei mercati elettivi, in cui la localizzazione delle reti è maggiormente consolidata e capillare. La quota preponderante dei finanziamenti si è indirizzata nel periodo recente verso controparti localizzate nelle medesime regioni di insediamento degli sportelli, o comunque nella stessa area geografica. Una maggiore propensione a diversificare le aree di operatività, a vantaggio di prenditori localizzati al di fuori delle zone di insediamento delle reti, e specificamente nei mercati del Nord Italia, si può riscontrare per le banche prevalentemente presenti nelle aree del Centro e del Sud del Paese (TAB. 4.8). Tale quadro attesta indirettamente l'elevata attenzione per la penetrazione e il controllo dei mercati elettivi, nonostante che i processi di aggregazione, elevando

le dimensioni delle istituzioni, attenuino spesso i connotati di localismo di molte banche appartenenti a gruppi bancari primari. La redistribuzione delle quote di mercato ha inoltre avvantaggiato le banche di minori dimensioni (banche locali e banche di credito cooperativo) che, nell'ultimo biennio, hanno aumentato l'incidenza sul totale degli impieghi in tutte le aree geografiche del paese.

TAB. 4.8 Distribuzione degli impieghi erogati in base alla localizzazione dello sportello e della clientela

(Consistenze in migliaia di miliardi di lire; composizione percentuale)

	Localizzazione clientela							
	Totale	Stessa regione	in %	Nord Ovest %	Nord Est %	Centro %	Sud %	Isole %
<i>marzo 1998</i>								
TOTALE	1.352							
Localizz. sportelli								
NORD OVEST	510	404	79,3	84,3	4,2	8,3	2,3	1,0
NORD EST	266	235	88,1	4,5	90,8	3,9	0,6	0,2
CENTRO	373	291	78,1	9,0	3,4	82,1	4,3	1,2
SUD	133	118	88,8	1,9	0,5	5,9	91,4	0,3
ISOLE	70	63	89,9	2,1	0,4	6,8	0,6	90,0
<i>dicembre 1999</i>								
TOTALE	1.572							
Localizz. sportelli								
NORD OVEST	623	494	79,4	84,8	5,0	6,8	2,3	1,1
NORD EST	324	287	88,3	4,2	91,0	3,7	0,7	0,3
CENTRO	410	312	76,0	9,3	4,1	80,4	4,5	1,6
SUD	140	118	84,6	3,3	0,9	5,9	89,1	0,7
ISOLE	75	69	92,4	1,7	0,7	4,6	0,5	92,4

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB10237

Le modificazioni delle forme tecniche - I processi di despecializzazione, unitamente alla volontà di ampliare la gamma degli interventi di assistenza finanziaria alle imprese, hanno comportato nel periodo in osservazione anche una sensibile ricomposizione dei portafogli per forme tecniche. Con riguardo al credito accordato operativo, vale a dire derivante da contratti di finanziamento perfezionati dalle parti, è cresciuta l'incidenza delle operazioni a scadenza (56% del totale a fine 1999), al cui interno si collocano le forme tecniche a scadenza protratta; per contro, la quota delle operazioni a revoca, caratterizzate da un più ridotto controllo degli utilizzi da parte delle banche, risulta alla stessa data di poco

inferiore a un quarto del totale dei finanziamenti per cassa e appare in leggera ma costante flessione nel corso degli ultimi anni (TAB. 4.9).

Le indicazioni offerte su questi aspetti dalla Relazione annuale sottolineano che le modifiche delle forme tecniche risultano meno accentuate di quanto non giustificassero le modifiche del quadro normativo e la congiuntura dei tassi di interesse nel periodo. Anche sotto questo profilo il sistema bancario italiano si colloca in una posizione peculiare rispetto alle banche dell'area dell'euro. In particolare, per le banche italiane la quota di prestiti con durata inferiore all'anno costituiva a fine 1999 circa il 50% del totale a fronte di un valore medio del 9,2% per l'area (Relazione annuale per il 1999, p. 232).

**TAB. 4.9 Finanziamenti per cassa delle banche (accordato operativo):
composizione per forme tecniche**

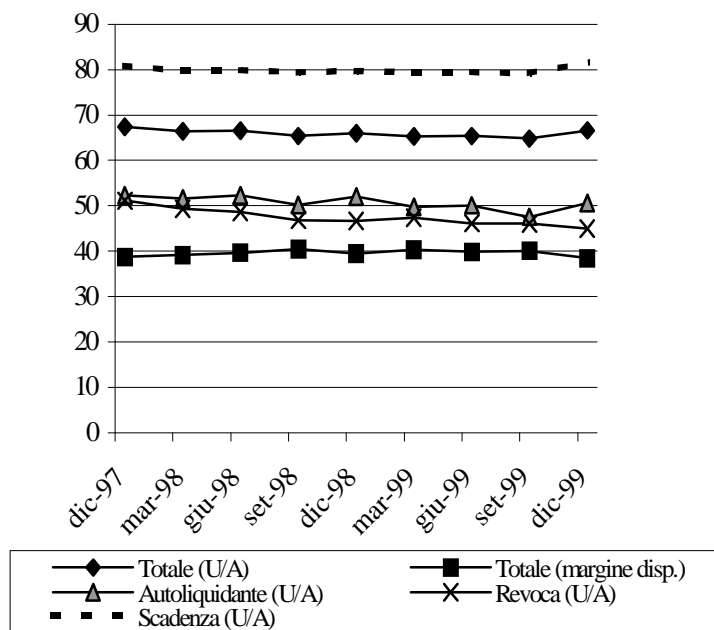
(Consistenze in migliaia di miliardi di lire; composizione percentuale)

	1997	%	1998	%	1999	%
Operazioni autoliquidanti	331	20,9	350	20,2	368	19,7
Operazioni a revoca	399	25,2	424	24,6	456	24,3
Operazioni a scadenza	854	53,9	955	55,2	1.048	56,0
Totale	1.584	100	1.729	100	1.872	100

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB30100

I valori dei rapporti di utilizzo non hanno evidenziato nel periodo esaminato marcate variazioni sia con riguardo al totale dei finanziamenti che alle singole classi di operazioni. Sull'andamento ha presumibilmente inciso la fase di relativa debolezza del ciclo produttivo, insieme alla tendenza delle banche a sostenere l'offerta di credito attraverso l'aumento del fido accordato. Tali comportamenti sembrano confermati anche dalle dimensioni dei margini disponibili (FIG. 4.3)

FIG. 4.3 Rapporti di utilizzo per forme tecniche e margini disponibili



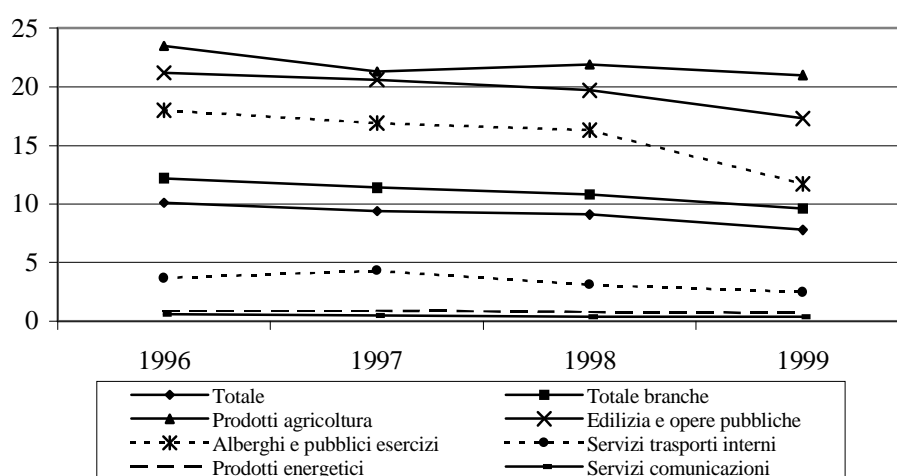
Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB30100

La qualità dei portafogli prestiti - La seconda parte degli anni '90 ha evidenziato un sensibile miglioramento della qualità del portafoglio prestiti, in primo luogo ascrivibile alla migliorata situazione finanziaria delle imprese. Nell'ultimo biennio per il totale delle banche è stata sensibile sia la diminuzione delle posizioni in sofferenza (-5.800 miliardi, prevalentemente concentrati nel 1999) sia quella delle partite incagliate (-3.300 miliardi circa). Il rapporto tra sofferenze e impieghi si è ridotto costantemente nel periodo fino a raggiungere il valore di 7,8%; tale miglioramento è concentrato tuttavia prevalentemente nei mercati del Centro Nord.

Sull'evoluzione recente delle sofferenze hanno inciso fattori diversi. Oltre all'adozione di criteri più accurati di classificazione e di monitoraggio dei prestiti, favoriti dagli interventi di riorganizzazione dell'area crediti conseguenti alle operazioni di aggregazione tra banche, il miglioramento degli indici di rischiosità è stato favorito dal deciso riassetto dei portafogli incentivato dalla disciplina fiscale e, in minor misura, dal ricorso ad opera di alcune istituzioni ad operazioni di titolarizzazione dei crediti dubbi seguita al varo della normativa sulla cartolarizzazione.

Per il totale delle branche di attività economica il rapporto tra sofferenze e impieghi si è ridotto di circa tre punti percentuali nel periodo 1996-1999; permangono d'altra parte sensibili differenze di rischiosità tra i comparti: le prime tre branche per valore del rapporto tra sofferenze e impieghi presentavano a fine 1999 un'incidenza delle sofferenze oscillante tra 11% e 21% (FIG. 4.4).

FIG. 4.4 Rapporto tra sofferenze e impieghi



Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale Tavv. D12 e aD18

Nel periodo in esame è rimasto invariato il numero di branche di attività economica che presentavano valori di incidenza delle sofferenze sugli impieghi superiori alla media (TAB. 4.10); le imprese appartenenti a tali comparti assorbivano a fine 1999 circa il 40% degli impieghi erogati alle imprese produttive al netto delle sofferenze (41,5% nel 1996). Si è d'altro canto elevato

TAB. 4.10 Distribuzione delle branche di attività per valori di incidenza delle sofferenze

	1996	1999
Numero di branche con rapporto sofferenze/impieghi superiore alla media	5	5
Quota sugli impieghi netti totali	41,5	40,5
Numero di branche con rapporto sofferenze/impieghi < 5%	5	9
Quota sugli impieghi netti totali	12,2	17,3
Sofferenze/impieghi (totale branche)	12,2	9,6

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, Tav. aD18

sensibilmente il numero di branche con valori del rapporto sofferenze/impieghi molto contenuti (inferiori al 5%); a tali imprese faceva capo nel 1999 circa il 17% degli impieghi netti delle banche (12% circa nel 1996).

Per contro si è assistito ad una crescente concentrazione delle posizioni in sofferenza, a conferma dell'accentuarsi delle differenze in termini di rischiosità tra comparti di attività economica. La concentrazione si eleva significativamente per le imprese appartenenti alle prime tre e alle prime cinque branche di attività economica, rispettivamente dal 58,3% al 61,6% e dal 71,7% a oltre il 74% (TAB. 4.11). Tale tendenza è confermata anche dall'andamento delle sofferenze di pertinenza dei maggiori affidati ed appare particolarmente evidente per le imprese del settore dell'edilizia, tradizionalmente caratterizzato da livelli di rischiosità dei prestiti molto elevati (TAB. 4.12). la concentrazione delle sofferenze si accentua nel corso del periodo soprattutto per il primo 0,5% e per il primo 1% dei soggetti cui fanno capo gli affidamenti di maggiore importo.

TAB. 4.11 Concentrazione delle sofferenze per branche
(Composizione percentuale)

	1996	1997	1998	1999
Quota delle prime tre branche	58,3	59,5	61,5	61,6
Quota delle prime cinque branche	71,8	72,0	74,0	74,4
Quota delle prime dieci branche	88,5	88,7	89,7	89,4

Fonte: Banca d'Italia, Relazioni annuali, Tav. aD18

Alcune indicazioni sulle tendenze del rapporto banca-impresa - Gli indicatori di concentrazione suggeriscono alcune interpretazioni in ordine all'evoluzione del rapporto banca-impresa e all'orientamento assunto dall'intermediazione creditizia. Nel biennio 1998-1999 si segnala una riduzione della quota del credito accordato di pertinenza dei primi 10 affidati per il totale delle banche; tale tendenza è particolarmente accentuata per le banche di dimensioni grandi e meno marcata per i raggruppamenti dimensionali delle maggiori e delle medie banche.

TAB. 4.12 Concentrazione delle sofferenze presso i maggiori affidati
(Composizione percentuale)

	<i>Primo 0,5% di affidati</i>	<i>Primo 1% di affidati</i>	<i>Primo 5% di affidati</i>	<i>Primo 10% di affidati</i>
marzo 1998				
Totale branche	25,9	34,5	60,6	73,5
<i>Edilizia</i>	24,6	33,4	59,4	72,2
<i>Industria</i>	22,4	31,2	57,9	71,5
<i>Servizi</i>	26,1	35,0	60,8	73,2
dicembre 1998				
Totale branche	27,2	36,0	61,5	73,8
<i>Edilizia</i>	25,2	34,2	60,3	73,2
<i>Industria</i>	24,3	32,9	58,9	71,8
<i>Servizi</i>	29,3	37,5	61,4	73,3
dicembre 1999				
Totale branche	29,1	37,7	63,0	74,8
<i>Edilizia</i>	28,4	36,9	63,0	75,5
<i>Industria</i>	24,4	33,1	59,3	72,0
<i>Servizi</i>	30,0	38,0	61,6	73,2

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB30410

Per i gruppi di banche grandi e medie si assiste a una diminuzione della concentrazione del credito anche nei confronti dei primi 50 affidati; per contro, il valore si innalza sensibilmente per le maggiori banche (TAB. 4.13)

TAB. 4.13 Concentrazione del credito accordato presso i maggiori affidati
(Consistenze in migliaia di miliardi di lire; valori percentuali)

	Totale banche	Maggiori	Grandi	Medie	Piccole	Minori
marzo 1998						
Credito accordato totale	1.508	531	379	269	198	131
<i>Quota dei primi 10 affidati</i>	11,1	12,9	20,9	6,4	5,3	3,6
<i>Quota dei primi 20 affidati</i>	13,4	17,6	24,2	8,9	7,9	5,6
<i>Quota dei primi 50 affidati</i>	17,9	22,5	30,0	12,6	13,4	8,6
dicembre 1998						
Credito accordato totale	1.632	613	367	297	211	144
<i>Quota dei primi 10 affidati</i>	10,8	15,4	15,5	6,5	5,0	4,4
<i>Quota dei primi 20 affidati</i>	13,1	19,9	19,0	8,8	7,9	6,1
<i>Quota dei primi 50 affidati</i>	17,5	25,5	25,5	12,6	13,3	8,9
dicembre 1999						
Credito accordato totale	1.781	642	399	338	230	172
<i>Quota dei primi 10 affidati</i>	9,0	12,7	13,1	6,0	6,3	4,7
<i>Quota dei primi 20 affidati</i>	11,4	17,6	17,3	8,0	8,8	6,1
<i>Quota dei primi 50 affidati</i>	15,7	24,1	23,5	11,3	13,8	8,1

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB30340

Tale tendenza riflette in parte gli effetti sui portafogli prestiti dei processi di aggregazione e di concentrazione che hanno visto protagoniste negli ultimi anni soprattutto le istituzioni di maggiori dimensioni. Su di essa può avere inciso anche il progressivo adeguamento delle banche ai limiti posti dalla normativa comunitaria sui grandi fidi che comporterà per il 2001 un'ulteriore riduzione del limite individuale e la piena entrata a regime della disciplina anche per il sistema italiano.

TAB. 4.14 Concentrazione dei finanziamenti per cassa presso i maggiori affidati (Composizione percentuale)

	Primo 0,5% di affidati	Primo 1% di affidati	Primo 5% di affidati	Primo 10% di affidati
marzo 1998				
Totale banche	32,5	39,7	61,3	72,1
<i>Edilizia</i>	27,4	34,7	56,1	67,2
<i>Industria</i>	33,9	41,1	63,0	73,9
<i>Servizi</i>	31,1	38,0	59,0	70,0
dicembre 1998				
Totale banche	33,8	41,2	62,2	72,5
<i>Edilizia</i>	27,4	34,4	55,1	66,3
<i>Industria</i>	35,6	43,4	65,4	75,5
<i>Servizi</i>	32,4	39,4	59,7	70,2
dicembre 1999				
Totale banche	34,2	41,5	62,4	72,7
<i>Edilizia</i>	26,0	32,7	53,7	65,3
<i>Industria</i>	35,9	43,7	65,6	75,7
<i>Servizi</i>	33,4	40,3	60,4	70,7

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB30370

Da un'altra prospettiva l'evidenza di una più elevata concentrazione dei portafogli, confermata dall'evoluzione della quota dei finanziamenti indirizzati ai maggiori affidati distinti per comparti produttivi può essere indicativa della volontà delle banche di consolidare le relazioni di clientela anche con i prenditori di maggiori dimensioni, attraverso una selezione dei rapporti e l'ampliamento degli interventi creditizi (TAB. 4.14). Questa scelta sembra avvalorata anche dalla costante riduzione dei fenomeni di pluriaffidamento. Nell'ultimo biennio è proseguita infatti la riduzione del numero medio di banche per affidato

TAB. 4.15 Numero medio di banche per affidato in base alle classi di fido globale accordato

	Classi di fido							
	Totale	da 150 a 250 mil.	da 250 a 500 mil.	da 500 mil. a 1 mld	da 1 a 5 mld.	da 5 a 10 mld.	da 10 a 50 mld.	oltre 50 mld.
marzo 1998								
<i>Totale branche</i>	2,7	1,0	1,3	2,0	3,4	5,9	8,4	14,0
<i>Industria</i>	3,6	1,0	1,4	2,2	4,1	6,8	9,4	15,1
<i>Edilizia</i>	2,0	1,0	1,2	1,7	2,5	4,0	5,9	12,5
<i>Servizi</i>	2,3	1,0	1,3	1,9	3,2	5,4	7,3	11,5
dicembre 1998								
<i>Totale branche</i>	2,3	1,0	1,3	2,0	3,3	5,7	8,2	13,4
<i>Industria</i>	3,0	1,0	1,4	2,2	3,9	6,6	9,2	14,5
<i>Edilizia</i>	1,9	1,0	1,2	1,7	2,6	4,0	5,8	11,3
<i>Servizi</i>	2,0	1,0	1,3	1,9	3,1	5,2	7,2	11,4
dicembre 1999								
<i>Totale branche</i>	2,3	1,0	1,3	1,9	3,2	5,5	7,9	13,1
<i>Industria</i>	2,9	1,0	1,4	2,1	3,8	6,4	8,9	14,1
<i>Edilizia</i>	1,9	1,0	1,2	1,7	2,5	3,9	5,8	11,9
<i>Servizi</i>	2,0	1,0	1,3	1,9	3,0	5,0	7,0	11,1

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB30460

TAB. 4.16 Quota del fido globale accordata dalla prima banca (in percentuale)

	Classi di fido							
	Totale	da 150 a 250 mil.	da 250 a 500 mil.	Da 500 mil. a 1 mld	da 1 a 5 mld.	da 5 a 10 mld.	da 10 a 50 mld.	oltre 50 mld.
marzo 1998								
<i>Totale branche</i>	42	99	85	70	55	46	39	29
<i>Industria</i>	33	99	81	64	46	38	32	25
<i>Edilizia</i>	61	99	89	78	70	66	59	39
<i>Servizi</i>	50	99	85	71	59	51	46	35
dicembre 1998								
<i>Totale branche</i>	44	99	85	70	56	47	39	30
<i>Industria</i>	35	99	82	64	48	38	32	26
<i>Edilizia</i>	64	99	88	76	69	65	59	46
<i>Servizi</i>	52	99	86	72	60	52	46	36
dicembre 1999								
<i>Totale branche</i>	45	99	86	71	57	48	40	31
<i>Industria</i>	36	99	83	65	48	39	33	27
<i>Edilizia</i>	63	99	88	77	70	64	58	40
<i>Servizi</i>	53	99	87	73	61	53	47	38

Fonte: Banca d'Italia, Bollettini statistici, Tav. TDB30460

specificamente per le classi di fido più elevate e quindi presumibilmente nei confronti degli affidati di maggiori dimensioni. Parallelamente, si è elevata in misura sensibile la quota di fido accordata dalla prima banca per le medesime tipologie di rapporti, a conferma della volontà delle banche di selezionare i rapporti di finanziamento e di sviluppare un ruolo di banca di riferimento anche nei confronti degli affidati di medio-grandi dimensioni (TAB. 4.15 e 4.16).

4.2 LA DIFFUSIONE DELLE TECNICHE DI “VALUE BASED MANAGEMENT” NELLE BANCHE: ALCUNI RISULTATI DI UN’INDAGINE CAMPIONARIA*

L'obiettivo della creazione di valore è considerato unanimemente non solo alla base delle scelte strategiche e delle operazioni di finanza straordinaria compiute dalle banche ma anche tra quelli suscettibili di orientare efficacemente la gestione ordinaria. In questo paragrafo si vuole rendere conto dei primi risultati dell'elaborazione delle risposte a un questionario diffuso tra le banche aderenti all'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa e riguardante l'impiego di tecniche di *Value Based Management* (Vbm), soprattutto nell'ambito della gestione ordinaria.

Hanno risposto al questionario 32 banche, che rappresentano oltre un terzo del sistema in termini di sportelli e più del 40% in termini di numero di dipendenti e di totale attivo. Pur non essendo stato definito in base a rigorosi criteri statistici, il campione rappresenta adeguatamente la situazione delle banche italiane. In esso sono infatti maggiormente rappresentate le banche di dimensione più ampia (TAB. 4.17). Poiché è da supporre che le problematiche della creazione di valore influenzano soprattutto, e per prime, le banche più grandi, che si confrontano più immediatamente con il mercato, i risultati della elaborazione dei questionari raccolti rappresentano in modo adeguato lo stadio a cui si trova attualmente, nell'intero sistema bancario italiano, l'applicazione di tecniche di gestione orientate al valore e l'impiego di sistemi di misurazione della *performance*.

Le banche che compongono il campione esaminato sono in 27 casi su 32 appartenenti a un gruppo. Circa la metà delle banche esaminate è capogruppo (15)

* A cura di R. Locatelli.

e quotata (16). Tra le banche del campione ve ne sono alcune (15) che fanno parte dello stesso gruppo (5) e di ciò si è tenuto conto nell'analisi qualitativa dei risultati. Va comunque osservato sin d'ora che i gruppi rappresentati nel campione da più di una banca appaiono caratterizzati da un diverso grado di integrazione con riferimento alle tematiche in esame.

TAB. 4.17 Numero delle banche nel campione e nel sistema

Gruppi dimensionali	nel campione	nel sistema(*)	Incidenza %
Maggiori	3	8	37,50
Grandi	6	16	37,50
Medie	9	31	29,03
Piccole	9	86	10,47
Minori	5	98	5,10
Totale	32	239	13,39

(*) Si riferisce alle banche del campione mensile della Banca d'Italia

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale per il 1999-Appendice, Roma, 2000

La diffusione di tecniche di Value Based Management e i problemi connessi - Poco più della metà delle banche del campione (18, TAB. 4.18) impiega tecniche di gestione orientate al valore e di queste, 10 lo impiegano da più di due anni. L'interesse per l'argomento è anche dimostrato dal fatto che 9 tra le banche che al momento non utilizzano tecniche orientate al valore ne stanno studiando le modalità di adozione. Sono solo 4 le banche che non hanno preso in considerazione il problema.

TAB. 4.18 Numero di banche che adottano tecniche di Value Based Management

	Numero	%
<i>si</i>	18	56,3
da più di due anni	10	31,3
da un anno	5	15,6
da quest'anno	3	9,4
<i>no</i>	14	43,8
se ne sta studiando l'adozione	9	28,1
l'argomento non è stato considerato	4	12,5

Non sembra esistere una relazione evidente tra lo *status* di banca quotata e l'impiego di tecniche di gestione orientate al valore. Sono infatti 10 su 16 le banche quotate che utilizzano tali tecniche. Dunque 6 banche quotate non ne fanno uso.

Pare invece esistere una seppur lieve relazione tra dimensione delle banche e utilizzo delle tecniche in esame. Le banche che non dispongono di tecniche di gestione orientate al valore sono infatti 7 piccole (su 9 che compongono il campione) e 2 minori (su 5). Peraltro va notato che anche 1 banca grande e 4 medie rientrano tra quelle che non fanno uso di tali tecniche.

L'appartenenza ad un gruppo condiziona invece marcatamente le scelte delle banche osservate. Infatti tra le banche di minori dimensioni quelle che adottano sistemi di *management* orientati al valore sono in 3 casi su 4 collocate in un gruppo e nell'altro caso quotate. Inoltre le risposte delle banche del campione che appartengono allo stesso gruppo denotano con chiarezza che la scelta delle tecniche di *management* orientate al valore è stata effettuata a livello di gruppo e presumibilmente orientata in modo marcato dalla capogruppo. La differenziazione nelle valutazioni riguardanti le difficoltà incontrate lascia intuire inoltre che non sono mancati e non mancano problemi di integrazione e di condivisione di una cultura di gruppo.

Nel questionario veniva chiesto alle banche che non utilizzano sistemi di gestione orientati al valore di indicarne in ordine di importanza le ragioni. Tra le banche di piccole e minori dimensioni prevale da un lato l'opinione che l'impiego delle tecniche suddette si associ alla condizione di banca quotata. Dall'altro, emerge che sono ancora rilevanti per queste banche gli obiettivi dimensionali e di mercato, che per anni hanno tradizionalmente caratterizzato le scelte operative delle banche italiane. Infatti, sette delle nove banche che hanno indicato quest'ultima motivazione come elemento rilevante del mancato utilizzo di tecniche di VBM che hanno anche evidenziato il fatto che non sono quotate. Tra queste banche ci sono anche tre banche di medie dimensioni: ciò può essere considerato un'indicazione dell'orientamento al mercato ancora limitato di talune banche di ridotte dimensioni e ricollegato a condizioni di operatività tuttora poco esposte a pressioni concorrenziali.

Per 11 banche è indicato, come motivazione rilevante, il fatto che la capogruppo non abbia fatto richiesta e dunque non abbia preso l'iniziativa per

l'introduzione di tecniche di tipo Vbm. Questo denota, perlomeno in alcuni casi, un'acquiescenza rispetto alle scelte della capogruppo o comunque la rinuncia del *management* delle banche collocate in un gruppo ad assumere iniziative autonome al riguardo.

Sono considerate fattori di ostacolo relativamente meno importanti le motivazioni di carattere tecnico in senso ampio, ovvero le caratteristiche dell'assetto organizzativo o l'ostilità del *management*. Sono peraltro prevalentemente banche medie quelle che hanno attribuito un punteggio elevato a questo gruppo di motivazioni.

In effetti, le caratteristiche del sistema informativo e di quello contabile sono state indicate dalle banche che impiegano sistemi orientati al valore come le principali fonti di difficoltà. Questi elementi sono particolarmente importanti per le banche di maggiori dimensioni. Ugualmente rilevanti paiono essere fattori di tipo tecnico, quali la difficoltà di individuare misure di *performance* adeguate e la complessità delle metodologie utilizzabili e fattori di tipo culturale, sia a livello aziendale sia con più specifico riferimento all'atteggiamento del *management*.

Le tecniche di misurazione della creazione di valore utilizzate - Il Return on Equity (Roe) costituisce di gran lunga la misura di performance più frequentemente impiegata a livello aziendale. Per 28 banche sulle 32 del campione il Roe costituisce la misura di riferimento e, tra queste, per 18 è l'unica misura impiegata. Le altre 10 banche affiancano al Roe una o più misure di redditività corrette per il rischio e/o indicatori basati su misure di reddito lordo e, in un caso, misure di produttività. Le banche che non impiegano il Roe utilizzano in tre casi misure di redditività aggiustate per il rischio e in un caso un indicatore calcolato sul risultato economico prima delle imposte (TAB. 4.19). In effetti, tra le misure di redditività, il Roe presenta l'indubbio vantaggio di essere semplice nella modalità di calcolo e di significato immediatamente comprensibile. Le misure aggiustate per il rischio, più precise ed efficaci nel valutare la redditività ponendola in relazione al rischio, da un lato, presuppongono tecniche di calcolo complesse e, dall'altro, non si prestano ad essere confrontate con i dati di mercato.

Un problema posto dalla pluralità delle misure di *performance* utilizzate è quello della predisposizione di un sistema di raccordo tra esse. Solo 6 banche (2

maggiori, 2 grandi, 2 medie) dispongono di tale sistema, mentre la maggioranza, 18, ne sta studiando l'adozione.

TAB. 4.19 Misure di performance impiegate a livello aziendale

	Numero banche	%
Roe	18	56,25
Roe + una misura Rapm	2	6,25
Roe + una misura di reddito ante imposte	2	6,25
Roe + una misura Rapm + una misura di reddito ante imposte	4	12,50
Roe + una variante del Roe	1	3,13
Roe + indici di produttività	1	3,13
Totale banche che utilizzano il Roe	28	87,50
Misure Rapm	3	9,38
Risultato ante imposte	1	3,13

(*) Per misure Rapm (Risk Adjusted Performance Measures) si intendono Raroc (Risk Adjusted Return on Capital), Rorac (Return on Risk Adjusted Capital), Rarorac (Risk Adjusted Return on Risk Adjusted Capital).

Un passaggio sostanziale per stimare la creazione di valore consiste nel porre in relazione la redditività dei mezzi propri con il costo del capitale. Con qualche semplificazione, la differenza tra tali fattori indica la quantità di valore creato con la gestione.

Non tutte le banche che hanno risposto di impiegare tecniche di *management* orientate alla creazione di valore calcolano il proprio costo del capitale e alcune banche che hanno dichiarato di non impiegare tali tecniche procedono comunque al calcolo del costo del capitale. Delle 20 banche che effettuano tale calcolo, 15 hanno risposto di impiegare tecniche del tipo *Value Based Management*. Ciò significa che tre banche che sostengono di impiegare tecniche di gestione orientate al valore non procedono al calcolo del costo del capitale e che 5 che invece hanno risposto di non fare ricorso a tali tecniche valutano comunque il costo del capitale. Questo dato deve essere interpretato osservando che esiste un gruppo di banche che si trovano probabilmente in una fase di transizione con riferimento al tema in discussione.

Per quanto attiene alla modalità di valutazione del costo del capitale, il questionario non ne fa emergere una preferita (TAB. 4.20). La metà delle banche fa riferimento al Capm calcolando il costo del capitale sulla base del beta della

banca; praticamente l'altra metà considera il costo del capitale come media ponderata del costo del capitale proprio e di quello del capitale di debito rappresentato dai prestiti subordinati. Si tratta di un elemento di differenziazione rilevante, poiché configura un diverso approccio alla valutazione del valore creato. Il primo metodo è focalizzato esclusivamente su redditività e costo del capitale messo a disposizione dagli azionisti, il secondo invece fa riferimento a una nozione più ampia di capitale investito, prendendo in considerazione anche i mezzi forniti da terzi alla banca, in una logica intesa a valutare il valore creato attraverso l'impiego dell'insieme dei mezzi finanziari stabilmente a disposizione.

TAB. 4.20 Banche che calcolano il costo del capitale per misurare la performance

	numero	%
no	12	37,50
si	20	62,50
misure utilizzate		
in base al beta della banca	10	31,25
come costo medio ponderato del capitale di rischio e dei prestiti subordinati	9	28,13
altro	1	3,13

Le implicazioni operative - Una corretta applicazione delle tecniche di gestione orientate al valore richiede che a ciascuna unità operativa venga assegnato un obiettivo di *performance* coerente con l'obiettivo definito a livello aziendale, un certo valore di capitale e un sistema di incentivi al personale legato al raggiungimento degli obiettivi.

Le risposte al questionario rivelano che poche tra le banche esaminate hanno raggiunto modalità ottimali di applicazione delle tecniche di gestione orientate al valore.

Risulta complessivamente diffusa l'assegnazione a tutte (10 casi) o ad alcune unità operative (19, di cui 12 alla rete) di obiettivi di *performance* (TAB. 4.21). Tra questi sono decisamente prevalenti obiettivi definiti in termini di margine di contribuzione (21), mentre solo in 5 casi viene assegnato un obiettivo sulla base di misure di *performance* aggiustate per il rischio. L'allocazione di un capitale alle unità operative non viene realizzata in 19 casi, mentre in 7 riguarda solo alcune unità operative.

**TAB. 4.21 Misurazione della performance a livello di unità operative
(numero di banche)**

Individuazione di un obiettivo di performance per unità operative

	numero	%
no	3	9,4
si	10	31,2
si, ma solo per la rete	12	37,5
si, ma solo per alcune unità operative	7	21,9

Obiettivo di performance assegnato alle unità operative

	numero	%
Margine di contribuzione lordo	14	43,8
Margine di contribuzione netto	7	21,9
Rorac	4	12,5
Rarorac	1	3,1
Altro	6	18,7

Allocazione del capitale alle unità operative

	numero	%
no	19	59,4
si	6	18,7
si, ma solo per la rete	2	6,2
si, ma solo per alcune unità operative	5	15,6

Per 11 banche - tra cui 7 quotate - le metodologie di gestione orientate al valore trovano riflesso nell'adozione di sistemi di incentivazione del personale basati sulla misurazione del valore creato. Quattro banche stanno studiando l'adozione di sistemi di incentivazione coerenti con il sistema di *management* orientato alla creazione di valore, mentre 16 banche complessivamente non rispondono o non individuano un nesso tra i due elementi. Se si osserva che il sistema di incentivazione del personale costituisce un tassello essenziale nel definire l'efficacia di sistemi di *management* orientati alla creazione di valore, le risposte a questa parte del questionario confermano che si tratta di un insieme di meccanismi ancora in una fase iniziale del processo di adozione da parte delle banche.

Una valutazione di sintesi - Nel complesso l'analisi delle risposte ai questionari rivela che il tema della creazione di valore è ritenuto rilevante dalle

banche esaminate. Soprattutto quelle quotate e quelle che fanno parte di gruppi paiono sensibili all'esigenza di impostare la gestione nell'ottica della creazione di valore. Tuttavia l'applicazione rigorosa delle tecniche di tipo *Value Based* è indubbiamente complessa dal punto di vista tecnico e presuppone determinati requisiti a livello organizzativo e di sistema informativo nonché l'accettazione da parte del *management* della banca. Sono ancora una minoranza le banche che hanno superato tali difficoltà e che già impiegano queste tecniche in modo significativo. Molte banche stanno realizzando in questo momento una fase di studio e tendono ad applicare in modo parziale le tecniche suddette nel tentativo di adattare queste ultime alle proprie caratteristiche organizzative e di superare le carenze aziendali.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

La sezione che segue evidenzia, con riferimento ai primi mesi del 2000, i principali aspetti del mercato di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico e della gestione del risparmio degli investitori individuali.

5.1 Emissioni lorde e nette di titoli

Nel corso del 1999 è proseguita la riduzione dell'ammontare delle emissioni lorde di titoli di debito che ha preso avvio dalla metà degli anni Novanta (TAB. 5.1); a tale contrazione delle emissioni hanno contribuito le minori esigenze di finanziamento del settore pubblico, legate sia al miglioramento dei saldi di gestione, sia dei proventi delle privatizzazioni. Tra i titoli di stato, per tutta la prima parte dell'anno hanno prevalso le emissioni a medio e lungo termine; tuttavia le attese per un rialzo dei tassi di interesse hanno determinato una ripresa delle emissioni a breve termine nella seconda metà del 1999. Per quanto riguarda le altre emissioni, l'ammontare più rilevante (benché in diminuzione rispetto agli ultimi due anni) continua ad essere quello delle obbligazioni bancarie, pari al 16,2% del totale delle emissioni lorde.

Per quanto riguarda le emissioni nette, significativo è il contributo tra i titoli di stato delle emissioni a medio e lungo termine a tasso fisso (pari a circa 147.000 miliardi di lire), mentre le emissioni nette degli altri titoli di stato a medio e lungo termine presentano segno negativo. Nonostante il recupero verso la fine dell'anno, le emissioni nette di titoli di stato a breve termine risultano negative per 35.000 miliardi di lire. Per quanto riguarda le obbligazioni delle banche, ad una contenuta ripresa delle emissioni lorde si è accompagnata una ulteriore e significativa riduzione delle emissioni nette determinata da una forte accentuazione dei rimborsi, pressoché raddoppiati rispetto al 1998.

* A cura di M. Anolli e A. Banfi

TAB. 5.1 - Emissioni lorde e nette di titoli di debito
(in migliaia di miliardi di lire)

	1997	1998	1999
EMISSIONI LORDE			
<i>Titoli di stato</i>	867	828	788
di cui: a breve termine	506	426	373
a medio /lungo termine	361	402	415
<i>Obbligazioni</i>	154	138	181
di cui: emesse dalle banche	148	136	157
Totale emissioni lorde	1.021	965	969
EMISSIONI NETTE			
<i>Titoli di stato</i>	12	40	15
di cui: a breve termine	-82	-35	- 35
a medio /lungo termine	94	74	50
<i>Obbligazioni</i>	95	53	37
di cui: emesse dalle banche	97	58	20
Totale emissioni nette	107	93	52

Fonte: Banca d'Italia

5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso dei primi 5 mesi del 2000 il volume di risorse fresche canalizzate dalla borsa italiana ha mostrato una battuta di arresto rispetto ai volumi record evidenziati l' anno precedente, sia con riferimento alle operazioni di raccolta mediante aumenti di capitale da parte delle società quotate, sia con riferimento alle operazioni di collocamento mediante Opv/Ops.

Il denaro raccolto con aumenti di capitale (TAB. 5.2) è ammontato a 2.973 miliardi di lire a fronte di 15, operazioni contro gli oltre 42.000 miliardi di lire a fronte di 30 operazioni nel 1999 (16.000 miliardi e 39 operazioni nel 1998). In sensibile arretramento anche la dimensione media delle operazioni (198 miliardi di lire contro oltre 1.400 miliardi nel 1999 e 411 miliardi nel 1998). E' diminuita in conseguenza sensibilmente anche l' incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale sul controvalore degli scambi e sulla capitalizzazione. Il mercato, venute meno le operazioni di straordinario importo causate l' anno precedente da importanti evoluzioni nell' assetto dell' industria delle telecomunicazioni, sta quindi tornando verso livelli "normali" sia per dimensione delle operazioni sia per volumi complessivi raccolti.

Anche i collocamenti di azioni con offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione (TAB. 5.2) hanno mostrato segni di flessione, dopo il massimo storico raggiunto nel 1999: il volume complessivo di risorse interessato da operazioni di OPV/S è stato pari a 5.900 miliardi di lire a fronte di 8 operazioni (50.000 miliardi di lire a fronte di 24 operazioni nel 1999 e 23.000 miliardi di lire a fronte di 23 operazioni nel 1998). E' sensibilmente diminuito anche l'importo medio delle operazioni (da 2.060 miliardi nel 1999 a 737 miliardi di lire). Tutte le operazioni svolte nel periodo gennaio-maggio 2000 sono state offerte pubbliche di vendita. Per una analisi dettagliata delle offerte pubbliche finalizzate all'ammissione alla quotazione in borsa (Ipo) si rinvia al successivo paragrafo 5.5.

TAB. 5.2 Flussi di denaro canalizzati dalla borsa italiana con offerte di azioni

	1997	1998	1999	2000 (gen-mag)
<i>Aumenti di capitale di soc. quotate</i>				
numero operazioni	20	39	30	15
denaro raccolto (mld)	7.933	16.035	42.379	2.973
importo medio	396	411	1.412	198
in % della capitalizz. di fine per.	1,32%	1,72%	3,06%	0,19%
in % degli scambi del periodo	2,35%	1,96%	4,35%	0,37%
<i>Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.</i>				
numero operazioni	15	23	24	8
denaro raccolto (mld)	39.376	23.456	49.437	5.897
importo medio	2.625	1.020	2.060	737
in % della capitalizz. di fine per.	6,56%	2,51%	3,57%	0,4%
in % degli scambi del periodo	11,67%	2,86%	9,83%	0,7%

5.3 La gestione del risparmio

L'investimento in quote di fondi comuni (effettuato sia direttamente sia indirettamente attraverso le gestioni individuali di patrimoni) rappresenta lo strumento di gestione del risparmio preferito dalle famiglie italiane: a fine 1999 esso era pari al 55,2% del patrimonio affidato da queste agli investitori istituzionali (TAB. 5.3). Risulta invece in diminuzione il peso delle gpm, al netto degli investimenti di queste in quote di fondi comuni; ancora modesto è il ruolo dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione.

TAB. 5.3 – Peso percentuale di patrimonio gestito per tipologia di operatore

Consistenze al 31/12	Fondi di investimento (1)	G.P.M. (2)	Assicuraz. (2)	Fondi pensione	Patrimonio totale
1995	25,0	36,0	20,2	18,9	100
1996	30,5	36,4	18,8	14,3	100
1997	40,4	32,1	16,8	10,7	100
1998	52,8	25,4	13,8	8,0	100
1999	55,2	21,0	18,7	5,1	100

(1) Sono compresi i fondi esteri e le Sicav

(2) Al netto delle quote dei fondi comuni

Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

5.3.1 La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni

Nei primi 5 mesi del 2000 l'andamento della raccolta netta e del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano ha confermato l'intonazione complessivamente riflessiva già emersa nei mesi finali del 1999.

Nel periodo gennaio-maggio 2000 la raccolta netta dei fondi comuni è stata negativa per 3.174 miliardi di lire; nel medesimo periodo dell'anno precedente la raccolta netta era stata positiva per oltre 100.000 miliardi di lire. La raccolta netta ha mostrato i maggiori segni di difficoltà nei mesi iniziali dell'anno, con un saldo negativo nel bimestre gennaio-febbraio pari a 8.756 miliardi di lire. La crisi della raccolta netta è anche frutto dello spostamento di risorse da fondi italiani a fondi esteri controllati da intermediari italiani. La gestione del risparmio delle famiglie italiane da parte di intermediari italiani per mezzo di fondi esteri – resa possibile dal combinato agire della moneta unica e delle direttive comunitarie in materia finanziaria, che rendono sostanzialmente irrilevante la localizzazione degli intermediari – è agevolata da fattori di tipo fiscale e regolamentare. Per quanto riguarda i primi, in alcuni paesi dell'area dell'Euro (es. Lussemburgo e Irlanda) la tassazione delle plusvalenze degli investimenti finanziari è più favorevole che in Italia; per quanto riguarda i secondi, l'efficienza stessa dell'assetto regolamentare e di vigilanza italiano, insieme agli indubbi vantaggi sotto il profilo della tutela del risparmiatore, presenta differenziali negativi di costi per gli intermediari ad esso soggetti.

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie, nel periodo in esame la raccolta netta è stata pari a 50.825 miliardi di lire per i fondi azionari (74.680

miliardi l'intero anno precedente), a 26.082 miliardi di lire per i fondi bilanciati (35.000 miliardi di lire l'anno precedente) e a - 89.357 miliardi di lire per i fondi obbligazionari (-51.000 miliardi di lire nel 1999). I fondi di liquidità hanno raccolto 2.194 miliardi (14.000 l'anno precedente) e quelli flessibili 7.083 miliardi (6.000 miliardi l'anno precedente) (TAB. 5.4). Il fattore di crisi nella dinamica della raccolta netta è da attribuire esclusivamente ai fondi obbligazionari, che hanno continuato a mostrare nel periodo in esame una raccolta pesantemente negativa causata sia dalla progressiva disaffezione dei sottoscrittori, poco preparati a registrare variazioni negative di valore della quota su un prodotto che ritenevano "sicuro", sia dalla circostanza che tale tasso di disaffezione si esercita su una massa gestita di dimensioni ragguardevoli.

Il patrimonio netto gestito dai fondi comuni italiani è sostanzialmente invariato rispetto a fine dicembre 1999, essendo passato da 920.000 miliardi di lire a 919.186 miliardi di lire a fine maggio 2000 (-0,1%). Le diverse categorie di fondi hanno mostrato comunque comportamenti differenziati; la variazione del patrimonio gestito è stata pari a +17,4% per i fondi azionari, a +28,1% per i fondi bilanciati, a -17,2% per i fondi obbligazionari, a +6,3% per i fondi di liquidità e a +63,6% per i fondi flessibili.

La combinazione dell'andamento della raccolta netta fra le diverse categorie di fondi e della diversa dinamica dei corsi ha portato nel periodo esaminato a un'importante evoluzione del peso per categorie, con un ulteriore sensibile ridimensionamento del peso dei fondi obbligazionari. Questi rappresentavano a fine maggio 2000 il 44,9% del patrimonio complessivo (51,6% a fine 1999, 72,4% a fine 1998 e 73% a fine 1997); i fondi azionari il 34,7% (30,9% a fine 1999, 19,9% a fine 1998 e 22% a fine 1997), i fondi bilanciati il 13,8% (11,5% a fine 1999, 7,8% a fine 1998 e il 6% fine 1997). A tali categorie va aggiunta l'incidenza dei fondi di liquidità (4,7% del patrimonio complessivo, sostanzialmente in linea con quanto osservato a fine 1999) e di quelli flessibili (1,9% rispetto all'1,3% di fine 1999).

La ricomposizione del peso delle categorie di fondi e la diversa dinamica della raccolta netta possono essere interpretate in primo luogo come il risultato del processo di avvicinamento delle decisioni di investimento del risparmiatore italiano verso forme di allocazione della ricchezza finanziaria più adeguate ad un orizzonte temporale di medio-lungo periodo e nella quale un ruolo crescente è

rivestito dagli strumenti azionari. A tale dato strutturale va certamente aggiunto, nel periodo considerato, l'effetto di incentivo al maggiore investimento azionario e al ridimensionamento della quota obbligazionaria esercitato dalle buone performance di prezzo del comparto azionario e da quelle sostanzialmente negative osservate sui fondi obbligazionari.

La concentrazione del settore è stabile: il coefficiente di concentrazione calcolato sulle prime 3, 5 e 10 società era a fine marzo 2000 pari rispettivamente a 33,3%, 44,7% e 64,5%, contro coefficienti pari rispettivamente a 34,2%, 45,7% e 62,7% a fine 1999 (nel 1998 i dati erano pari rispettivamente a 29,8%, 42,5% e 62,7%). Se si tiene conto della struttura proprietaria delle società di gestione e quindi se si somma il patrimonio gestito di tutte le società, giuridicamente distinte, ma facenti capo a singoli gruppi, il grado di concentrazione risulta ancora maggiore: i primi 3 gruppi (S.Paolo-Imi, Banca Intesa, Unicredito Italiano), che a fine 1998 controllavano il 42,0% del patrimonio gestito del settore, a fine 1999 rappresentavano il 45,3% e a fine maggio 2000 il 45,1%; i primi 5 (comprendendo quindi anche Arca e Comit) sono passati dal 56,7% a fine 1998 al 58,6% a fine 1999 e al 57,8% a fine maggio 2000.

TAB. 5.4 Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano
(in miliardi di lire)

Categorie di fondi	1997 totale	1998 totale	1999 totale	2000		
				I trim.	apr-mag	gen-mag
Azionari	29.973	46.478	74.680	43.144	7.681	50.825
Bilanciati	6.331	23.385	34.733	17.963	8.119	26.082
Obbligazionari	106.775	242.911	-51.230	-72.703	-16.654	-89.357
Liquidità	-	-	14.129	1.568	625	2.194
Flessibili	-	-	6.194	5.391	1.692	7083
Totale	143.079	312.774	78.506	-5.580	2.407	-3.174

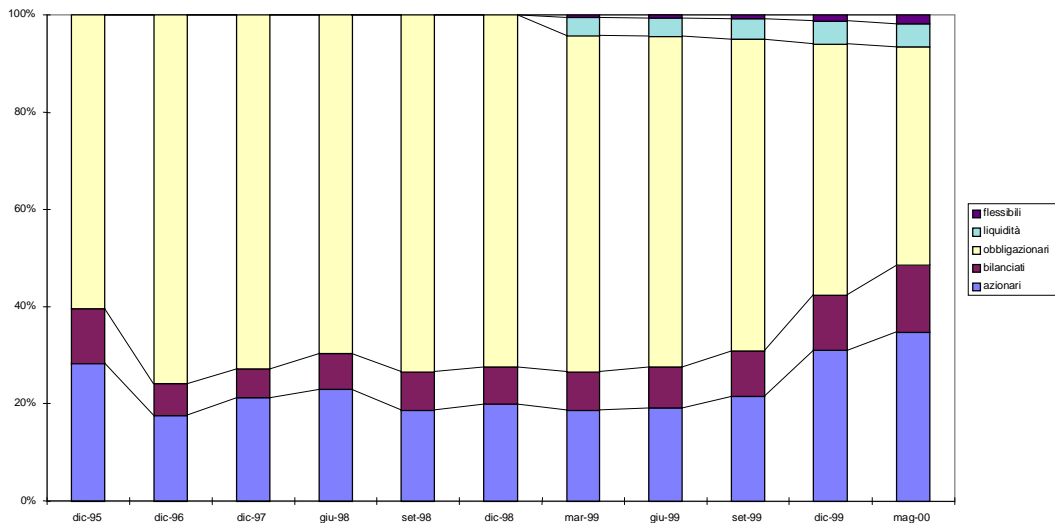
Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni

TAB. 5.5 Crescita della raccolta netta dei fondi comuni
(in percentuale sul patrimonio netto di fine periodo precedente)

Categorie di fondi	1997	1998	1999	gen-mag 2000
azionari	+86,2	+59,5	+52,1	+18,7
bilanciati	+49,2	+105,4	+62,1	+26,3
obbligazionari	+71,5	+90,9	-9,8	-17,9
liquidità				+5,4
flessibili				+66,9
Totale	72,6	85,1	+10,8	-0,3

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni

FIG. 5.1 Composizione (%) del patrimonio gestito per categorie di fondi



Fonte: nostre elaborazioni su dati Assogestioni e Il Sole 24 Ore

5.3.2 Il portafoglio dei fondi e delle gestioni individuali

La TAB. 5.6 individua la composizione a fine 1999 del portafoglio dei fondi di diritto italiano e delle gestioni individuali. Si osserva il peso sempre più consistente degli investimenti in quote di fondi operati dalle gestioni

individuali (grazie alla diffusione delle gestioni patrimoniali in fondi) che si attesta al 49,1% dell'intero portafoglio mentre risulta contenuto l'investimento diretto (tra l'altro prevalentemente in titoli domestici) di queste sia in azioni, pari all'8,9%, che in obbligazioni, pari al 10,3%.

TAB. 5.6 - Composizione percentuale del portafoglio dei fondi comuni e delle GPM (1)

	1996	1997	1998	1999
Fondi Comuni Aperti				
Titoli di stato	68,7	58,6	55,2	35,7
<i>di cui: BOT</i>	14,3	4,7	4,5	1,6
<i>BTP</i>	23,2	21,9	29,0	20,6
<i>CCT</i>	19,4	12,7	11,5	8,6
Obbligazioni	10,6	17,6	20,7	26,2
- in lire	2,1	1,7	1,2	1,8
- in valuta	8,5	15,9	19,5	24,4
Azioni	20,2	23,7	24,1	38,0
- in lire	11,5	11,9	11,5	10,0
- in valuta	8,7	11,8	12,6	28,0
Altre att. finanz.	0,5	0,1	0,1	0,1
Totale att. finanz.	100,0	100,0	100,0	100,0
G.P.M.				
Titoli di stato	72,0	59,0	44,9	31,7
<i>di cui: BOT</i>	7,3	2,9	2,3	1,2
<i>BTP</i>	23,8	24,0	24,0	17,6
<i>CCT</i>	35,7	20,9	12,3	9,3
Obbligazioni	16,3	14,0	11,0	10,3
- in lire	9,2	6,3	3,9	4,1
- in valuta	7,0	7,7	7,2	6,2
Azioni	6,3	7,6	6,9	8,9
- in lire	4,8	5,9	5,2	6,0
- in valuta	1,5	1,7	1,7	2,9
Altre att. finanz.	1,8	0,2	0,1	0,0
Quote di fondi	3,6	19,3	37,2	49,1
- italiani	3,4	18,2	34,6	42,7
- esteri	0,3	1,1	2,6	6,3
Totale att. finanz.	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Dati al 30/9 per i fondi comuni e al 30/6 per le GPM.

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d' Italia.

Per contro, il portafoglio dei fondi comuni si caratterizza per una evoluzione degli investimenti che negli anni più recenti ha visto convergere verso valori alquanto omogenei l'entità degli investimenti in titoli di stato (dal 68,7% del 1996 al 35,7% del 1999), in obbligazioni (dal 10,6% al 26,2%) e in azioni (dal

20,2% al 38%); nel caso degli investimenti in obbligazioni e in azioni si rileva altresì una decisa prevalenza di titoli esteri.

5.4 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. nel corso dei primi 5 mesi del 2000 è stato in ulteriore aumento rispetto ai già importanti livelli raggiunti l'anno precedente.

Gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.7) sono ammontati nel periodo a 766.000 miliardi di lire (976.000 miliardi di lire l'intero anno precedente) con una media giornaliera pari a 7.299 miliardi (+90% rispetto ai 3.834 miliardi di media giornaliera dell'anno precedente). Il coefficiente di *turnover* - rapporto fra il controvalore degli scambi e la semisomma della capitalizzazione di inizio e fine periodo - è stato nel periodo in esame pari al 135% (annualizzato) contro l'84,2% del 1999 e il 107% del 1998.

Anche gli scambi di obbligazioni convertibili, warrant, *covered warrant* e diritti sono fortemente aumentati nel periodo esaminato, passando da 36.000 miliardi di lire dell'intero anno precedente a 32.700 miliardi di lire (media giornaliera pari a 334 miliardi di lire contro i 143,5 miliardi del 1999), con un incremento, calcolato sulla media giornaliera, pari a +172%. All'interno del comparto citato rivestono la porzione principale i *covered warrant*, che rappresentano quasi il 90% del controvalore scambiato complessivamente ed i cui scambi sono più che triplicati.

I titoli scambiati sul Nuovo Mercato hanno fatto registrare nel periodo contrattazioni per complessivi 32.000 miliardi di lire, con media giornaliera pari a 308 miliardi di lire (nel mese di novembre 1999 la media giornaliera degli scambi era stata pari a circa 155 miliardi di lire e in dicembre a 137 miliardi di lire).

Per quanto riguarda gli strumenti a reddito fisso (obbligazioni e titoli di Stato) trattati sul Mot, gli scambi di obbligazioni sono stati pari a 12.000 miliardi di lire (26.840 miliardi di lire l'anno precedente e 27.940 nel 1998) e quelli di titoli di Stato a 135.000 miliardi di lire (294.000 miliardi di lire nel 1999 e 311.000 nel 1998), con un apprezzabile progresso sia per le obbligazioni (+7,8%) (114 miliardi di lire contro i 106 miliardi del 1999 in media giornaliera) e sia per i

titoli di Stato (+11,1%) per i titoli di Stato, passati da 1157 a 1285 miliardi di lire in media giornaliera.

TAB. 5.8 Scambi sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.
(miliardi di lire)

Strumento	1997	1998	1999	2000 gen mag
Azioni italiane	337.548	817.967	976.428	766.428
Warrant	9.461	18.398	5.997	2.643
Covered warrant		4.631	27.509	28.606
Obbl.convertibili	2.983	6.158	2.006	1.001
Diritti	1.024	4.906	937	482
Azioni NM			6.833	32.329
Obbligazioni	18.320	27.943	26.841	12.148
Tit. Stato (Mot)	323.557	311.172	294.404	135.407
Tit. Stato (Mts)	10.180.720	6.295.277	4.668.858	695.261*
Strumenti derivati				
Mif: Btp decennale	590.875	258.232	36.461	119*
Mif: EURIBOR 1m	406.197	305.640	120.510	1.046**
Fib30				
num.contratti	4.463.042	5.896.316	5.094.312	2.079.936
val.scambi	925.004	1.893.190	1.753.953	917.534
Midex				
num.contratti	n.d.	30.070	5.144	1.391
val.scambi	n.d.	3.519	684	228
Mibo30				
num.contratti	1.159.040	1.617.183	2.236.241	1.365.824
val.scambi	242.226	517.463	511.526	293.965
Isoalfa				
num.contratti	2.443.819	1.297.438	1.947.931	2.121.220
val.scambi	25.003	41.017	54.487	39.796

* Gen-Feb 2000

** Gen 2000

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia e Borsa Italiana SpA

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è passato da 1.754.000 miliardi di lire nel 1999 a 918.000 miliardi di lire nel periodo esaminato (con un aumento misurato del 26,6% sulla media giornaliera, che è passata da 6.905 miliardi di lire a 8.742 miliardi di lire). Il numero di contratti è passato a 2,08 milioni (19.800 contratti in media giornaliera) da 5,09 nel 1999 (20.056 contratti in media giornaliera).

Anche le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare un incremento (+39%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata

da 2.014 miliardi di lire a 2.799 miliardi; per quanto riguarda il numero dei contratti si è passati da 2,24 milioni nel 1999 (8.804 contratti in media giornaliera) a 1,37 milioni di contratti nel periodo gennaio-aprile 2000 (13.008 contratti in media giornaliera). Il valore degli scambi di opzioni su singoli titoli (contratti Isoalfa) è passato da una media giornaliera di 214 miliardi di lire a 379 miliardi di lire (+77,1%).

In ulteriore flessione rispetto all'anno precedente (-66,7%) è invece stata l'attività sul Midex, passata da un controvalore pari a 684 miliardi di lire a 228 miliardi (gli scambi erano stati pari a 3.500 miliardi nel 1998), mentre il numero di contratti scambiato è passato da 5.144 (20,3 in media giornaliera) a 1.391 (2,7 in media giornaliera).

Per quanto riguarda il Mts, gli scambi di titoli di Stato nel corso del 1999 evidenziano un ulteriore e consistente calo rispetto all'anno precedente (- 26%), concentratosi soprattutto nella seconda parte dell'anno. Per quanto riguarda il volume degli scambi nel Mif, si assiste alla progressiva e forte riduzione dell'attività sia sui contratti a breve che su quelli a lunga scadenza: ciò è da porre in relazione all'introduzione dell'euro e alla conseguente concorrenza esercitata da altri mercati e, in particolare, dal mercato di Francoforte (Eurex) per la negoziazione di contratti futures sui tassi a lungo termine e dal Liffe londinese per la negoziazione di contratti futures sui tassi a breve termine dell'area dell'euro.

5.5. Le offerte di azioni finalizzate alla quotazione di borsa (Ipo)

Il fenomeno delle offerte al pubblico di azioni finalizzate all'ammissione alla quotazione di borsa (comunemente denominate Ipo) ha avuto un consistente sviluppo nel corso degli ultimi anni, in particolare nel biennio 1998-1999, ed è destinato a proseguire anche nell'anno in corso per il quale – nonostante l'esiguo numero di operazioni effettuate fino a maggio (7 operazioni) – sono previste a partire dal mese di giugno circa una cinquantina di operazioni.

Se si considera il periodo 1996-2000 risulta in continuo progresso sia il numero di Ipo realizzate (il cui forte incremento nel 1999 e la previsione di crescita per il 2000 sono anche da attribuire alle operazioni finalizzate alla quotazione nel Nuovo Mercato) sia il controvalore delle stesse, anche al netto del collocamento delle azioni Enel che da solo è ammontato a 32045 miliardi di lire,

pari al 76,7% del controvalore delle operazioni complessivamente effettuate nel 1999 (TAB. 5.9).

TAB. 5.9 Offerte al pubblico e aumenti di capitale per il periodo 1996-maggio 2000 (dati in miliardi di lire)

	N. Ipo	Controvalore Ipo		Totale	Aumenti di capitale società quotate
		Ops	Opv		
1996	12	1.396	1.830	3.226	3.046
1997	10	440	1.173	1.613	7.933
1998	16	1.179	2.382	3.561	16.034
1999	27	2.792	38.956 (1)	41.748 (1)	42.379
2000 (*)	7 (**)	4.465	174	4.639	984

(*) gennaio-maggio

(**) entro l'anno sono previste 55 operazioni

(1) E' compresa l'offerta pubblica di vendita di azioni Enel per un controvalore complessivo di 32.045 miliardi di lire.

Fonte: Borsa Italiana S.p.A. e nostre elaborazioni.

A favorire lo sviluppo di tali operazioni e l'interesse delle società all'accesso in borsa ha indubbiamente contribuito il buon andamento dell'indice dei prezzi del mercato azionario in questi ultimi anni, come pure la progressiva riallocazione dei portafogli delle famiglie che, direttamente o attraverso l'intervento di operatori istituzionali, hanno visto crescere l'entità degli investimenti in titoli di capitale; tale clima favorevole agli investimenti azionari ha del resto favorito anche la raccolta di capitale da parte delle società quotate che, come rilevabile ancora dalla TAB. 5.8, ha mostrato un trend anch'esso crescente.

La borsa italiana, peraltro, negli ultimi anni è sempre stata un buon canale di raccolta per le società già quotate, anche quando le nuove ammissioni non erano numerose ed il mercato mobiliare mostrava un rapporto capitalizzazione/PIL ben inferiore a quello attuale (20,4% nel 1996 ed ora più del 70%). Vale la pena di ricordare tuttavia che numerose e sempre più frequenti sono le operazioni di *buy back*, molto diffuse nei mercati anglosassoni, finalizzate al sostegno del corso, ma anche all'aumento degli indici di redditività, attraverso la successiva riduzione delle risorse patrimoniali. Anche nel nostro Paese sono state effettuate operazioni di questo tipo: significativo è l'esempio dell'ENI.

La forte correlazione fra andamento del mercato e numero delle operazioni effettuate è emersa con evidenza nel corso del 1999 durante il quale le Ipo sono state fortemente concentrate nella seconda parte dell'anno, in particolare negli ultimi mesi in corrispondenza del più consistente incremento dell'indice di borsa (+22% nell'ultimo trimestre).

Nel corso degli anni considerati, anche al fine di garantire una sufficiente liquidità del titolo, è mediamente stata collocata sul mercato dalle società oggetto di Ipo una quota del capitale sociale compresa tra un valore minimo del 26,6% per le operazioni effettuate nel 1996 ed un valore massimo del 41,7% per le operazioni avvenute nel 1998; durante il 1999 le società ammesse alla quotazione in borsa hanno collocato mediamente una quota del proprio capitale pari al 33,6%, mentre per le società ammesse alla quotazione nel Nuovo Mercato tale quota è risultata pari al 27,9%.

L'esame della quota di azioni esistenti destinata alla vendita, in rapporto al valore degli aumenti di capitale, fornisce indicazioni anche sulle ragioni che portano all'Ipo: la cessione di sole azioni esistenti può riflettere unicamente, ad esempio, la volontà di smobilizzare risorse e l'assenza di significativi investimenti.

Il flottante in circolazione post Ipo è risultato in media pari al 37% sia nel '98 sia nel '99, mentre è sceso al 25% per le operazioni effettuate nei primi cinque mesi del 2000; tale riduzione va però attribuita alla circostanza che 6 delle 7 operazioni effettuate hanno portato alla quotazione nel Nuovo Mercato per il quale è richiesto un flottante più contenuto rispetto alla borsa. In ogni caso, per tutte le operazioni proposte si è avuta una sufficiente distribuzione di titoli a garanzia della liquidità dei titoli stessi (essenziale peraltro per attirare l'interesse degli investitori istituzionali). La forte (e spesso operativa) permanenza degli azionisti di controllo nell'impresa può garantire continuità/stabilità della gestione ed essere percepita dal mercato come un passo propedeutico alla successiva crescita della società.

Lo strumento delle Ipo è stato largamente utilizzato (e in prospettiva sarà sempre più utilizzato) per la quotazione di società di media dimensione dalle buone prospettive di crescita; esso, soprattutto nel periodo più recente, ha altresì consentito l'accesso in borsa anche di alcune imprese maggiori. Infatti, la capitalizzazione complessiva delle matricole ammesse alla quotazione, attestatasi

su valori compresi tra i 4 e i 10 mila miliardi di lire negli anni 1996-1998, ha subito un forte impulso nel corso del 1999 raggiungendo un importo di 130 mila miliardi di lire, grazie soprattutto all'incidenza della capitalizzazione delle azioni Enel. Il fatturato medio delle imprese di nuova quotazione, non considerando l'Enel e le banche, è stato pari a circa 350 miliardi di lire sia nel 1998 sia nel 1999. Nell'anno in corso l'ammontare medio è pari a circa 50 miliardi di lire essenzialmente per il fatto che si tratta in maggior parte di imprese di recente costituzione e quotate sul Nuovo Mercato (il fatturato medio delle imprese su questo mercato nel 1999 era leggermente superiore, pari a 133 miliardi di lire).

La ripartizione per settori mostra una certa omogeneità: si sono rivolte al mercato sia le imprese di servizi, in particolare le banche (4 nel 1999) e le società di pubblica utilità, sia le società di telecomunicazioni e talune imprese produttive. Si può riscontrare tuttavia una conferma della più generale tendenza alla diminuzione del peso della capitalizzazione delle imprese industriali (dal 34% nel 1996 al 20% a fine 1999) a fronte di un parallelo aumento dell'incidenza delle società di servizi (dal 32% al 43% nello stesso periodo).

Con riferimento ai destinatari delle offerte lanciate nel periodo in esame, si osserva che nella quasi totalità dei casi le offerte si sono rivolte sia al pubblico (investitori retail) sia agli investitori istituzionali. In particolare, per l'anno 1999 e i primi cinque mesi del 2000 si rileva che, in media, per i titoli ammessi in borsa la quota più consistente delle azioni offerte è risultata assegnata agli investitori retail (59%) contro una quota del 41% destinata agli investitori istituzionali; se, però, si esclude il collocamento di azioni Enel, che ha visto attribuire il 63% delle azioni offerte agli investitori retail e solamente il 37% agli investitori istituzionali, per tutte le altre Ipo è risultata più consistente la quota degli investitori istituzionali, pari al 55%, contro il 45% destinata agli investitori retail. Per quanto riguarda le assegnazioni nel caso delle offerte finalizzate alla quotazione nel Nuovo Mercato, la quota mediamente attribuita agli investitori istituzionali risulta essere decisamente superiore attestandosi attorno al 71%, contro il 29% degli investitori retail (TAB. 5.10). Tale differente distribuzione nelle assegnazioni di azioni tra investitori istituzionali e investitori retail in relazione al mercato di quotazione appare comunque coerente con il diverso grado di rischio delle azioni offerte (implicitamente più elevato quello attribuibile alle azioni destinate alla quotazione nel Nuovo Mercato rispetto a quelle destinate alla quotazione in

TAB. 5.10 Ipo effettuate nel 1999 e nei primi 5 mesi del 2000: quota percentuale delle quantità di azioni assegnate ad investitori retail e ad investitori istituzionali

Azioni offerte	Quota % di azioni assegnate ad investitori		
	Retail	Istituzionali	(di cui Esteri)
1999			
Ducati	30	70	<i>n.d.</i>
Mirato	38	62	16
Opengate (<i>Nuovo Mercato</i>)	40	60	14
Monte dei Paschi	45	55	37
Coin	22	78	29
Interbanca	35	65	26
Filatura di Pollone	55	45	0
Credito Artigiano	100	0	0
Acea	53	47	28
Trevi	30	70	14
Marcolin	25	75	36
Roncadin	30	70	22
Vemer	49	51	24
Olidata	45	55	13
Banca Profilo	53	47	<i>n.d.</i>
Persmasteelisa	48	52	11
Prima Industrie (<i>Nuovo Mercato</i>)	40	60	12
Acsn	60	40	33
Tiscali (<i>Nuovo Mercato</i>)	22	78	50
Poligrafica S. Faustino (<i>Nuovo Mercato</i>)	50	50	<i>n.d.</i>
Tecnodiffusione (<i>Nuovo Mercato</i>)	20	80	42
Enel	63	37	20
Italdesign-Giugiaro	22	78	39
Basic.net-Robe di Kappa	45	55	25
Finmatica	29	71	46
Grandi Navi Veloci	40	60	23
Gandalf (<i>Nuovo Mercato</i>)	33	67	53
2000			
E.Biscom (<i>Nuovo Mercato</i>)	31	69	55
I.net (<i>Nuovo Mercato</i>)	19	81	57
Freedomland (<i>Nuovo Mercato</i>)	33	67	53
Art'è (<i>Nuovo Mercato</i>)	25	75	36
As Roma	58	42	18
Tas (<i>Nuovo Mercato</i>)	30	70	15
Chl (<i>Nuovo Mercato</i>)	50	50	23
TOTALE Società quotate in borsa	59	41	
TOTALE Società quotate in borsa (esclusa Enel)	45	55	
TOTALE Società quotate nel Nuovo Mercato	29	71	

Fonte: Borsa Italiana S.p.A. e nostre elaborazioni.

quotazione nel Nuovo Mercato rispetto a quelle destinate alla quotazione in borsa), che può essere meglio valutato e sopportato da un operatore professionale attraverso una più ampia diversificazione del portafoglio.

Uno dei fenomeni che ha contraddistinto la quasi totalità delle Ipo (soprattutto di quelle più recenti) è stata la cosiddetta *oversubscription*, ossia l'eccesso di domanda rispetto all'offerta. Attraverso la TAB. 5.11 sono possibili due distinte rilevazioni di tale fenomeno: una riferita al numero di soggetti (retail e istituzionali) che hanno richiesto i titoli rapportato al numero di soggetti risultati effettivamente assegnatari, e l'altra riferita alla quantità di azioni nel complesso richieste (sia da soggetti retail che istituzionali) rapportata alla quantità di azioni effettivamente assegnate. Si rileva che con riferimento al numero dei soggetti richiedenti sono solo 3 le operazioni che hanno visto attribuire i titoli a tutti gli investitori retail che ne avevano fatto domanda (Filatura di Pollone, Credito Artigiano e Enel); però in due di tali tre casi l'assegnazione delle azioni ai richiedenti ha determinato un riparto delle quantità assegnate. Sempre con riferimento agli investitori retail si osserva che i più elevati valori di *oversubscription* si sono avuti per le operazioni effettuate a partire dall'ottobre del 1999 (in coincidenza con il recupero dell'indice del mercato azionario), con un numero dei soggetti richiedenti che è stato mediamente di circa 25-30 volte superiore al numero di soggetti assegnatari. Il dato risulta ovviamente molto inferiore nel caso degli investitori istituzionali per i quali, pur riscontrandosi un incremento del suddetto rapporto a partire dal mese di ottobre del 1999, il numero di soggetti richiedenti non è mai risultato superiore a più di 2 volte il numero dei soggetti assegnatari.

Il quadro appena illustrato subisce un certo mutamento se si passa a considerare il rapporto tra numero di azioni richieste e numero di azioni assegnate. Infatti, mentre tale rapporto rimane sostanzialmente invariato rispetto a quello visto in precedenza per il caso degli investitori retail (e quindi con elevato rapporto tra numero di azioni richieste e numero di azioni assegnate per quasi tutte le operazioni proposte e soprattutto per quelle effettuate a partire dal mese di ottobre del 1999), si ha invece una forte impennata del rapporto tra quantità richieste e quantità assegnate nel caso degli investitori istituzionali, con valori mediamente compresi tra 6 e 8 (pur in presenza di valori anche compresi tra 20 e 30 e un valore massimo pari a oltre 70).

TAB. 5.11 - Ipo effettuate nel 1999 e nei primi 5 mesi del 2000: oversubscription

Azioni offerte	N. soggetti richiedenti/ N. soggetti assegnatari		N. azioni richieste/ N. azioni assegnate	
	Retail	Istituzionali	Retail	Istituzionali
1999				
Ducati	2,35	n.d.	2,90	9,75
Mirato	1,61	1,06	1,96	2,45
Opengate (Nuovo Mercato)	6,94	1,19	9,13	1,41
Monte dei Paschi	9,17	1,96	10,27	8,54
Coin	3,43	1,31	4,47	2,73
Interbanca	2,62	1,10	4,91	2,85
Filatura di Pollone	1,00	1,00	1,00	1,00
Credito Artigiano	1,00	-	1,38	-
Acea	6,06	2,40	9,12	18,41
Trevi	1,14	1,24	1,43	2,70
Marcolin	5,08	1,02	5,78	2,06
Roncadin	1,59	1,31	1,87	3,10
Vemer	3,28	1,02	3,69	2,37
Olidata	16,30	1,42	20,00	6,36
Banca Profilo	8,46	1,00	10,08	3,42
Persmasteelisa	4,48	1,54	5,13	4,05
Prima Industrie (Nuovo Mercato)	13,77	1,67	16,39	4,09
Acsn	22,28	1,43	25,75	13,58
Tiscali (Nuovo Mercato)	35,51	1,87	48,85	23,99
Poligrafica S. Faustino (Nuovo Mercato)	22,13	1,26	26,34	74,12
Tecnodiffusione (Nuovo Mercato)	19,22	1,09	24,71	1,39
Enel	1,00	2,62	1,96	5,78
Italdesign-Giugiaro	24,10	2,95	27,90	5,70
Basic.net-Robe di Kappa	4,88	1,35	5,89	3,60
Finmatica	103,25	2,09	129,24	37,33
Grandi Navi Veloci	5,31	1,33	6,12	2,24
Gandalf (Nuovo Mercato)	38,07	1,34	42,67	17,68
2000				
E.Biscom (Nuovo Mercato)	26,04	2,69	30,01	24,03
I.net (Nuovo Mercato)	300,25	2,18	311,99	35,18
Freedomland (Nuovo Mercato)	14,10	1,21	14,88	8,16
Art'è (Nuovo Mercato)	1,14	1,04	1,61	1,71
As Roma	2,53	1,52	3,13	3,98
Tas (Nuovo Mercato)	40,53	1,29	47,86	5,97
Chl (Nuovo Mercato)	4,57	1,40	4,73	6,35

Fonte: Borsa Italiana S.p.A. e nostre elaborazioni.

L'acuirsi del fenomeno dell'*oversubscription* soprattutto per le operazioni avvenute dopo l'ottobre del 1999 può trovare spiegazione nell'effetto

“imitazione” generato dalle ottime performance conseguite (almeno nel periodo immediatamente successivo al collocamento) da pressoché tutti i titoli collocati che hanno indotto un numero crescente di investitori a presentare richiesta di assegnazione. Ciò ha altresì reso più pressante l’esigenza di trovare una soluzione al problema dell’assegnazione dei titoli a fronte di eccesso della domanda, in particolare degli investitori retail: il criterio di riparto adottato nella pressoché totalità dei casi è stato quello del sorteggio.

Vale la pena di soffermarsi anche su alcuni aspetti più strettamente tecnici, utili per una migliore comprensione del mercato. La metodologia di collocamento che è stata adottata in tutte le operazioni, per la *tranche* destinata agli investitori istituzionali, è il *bookbuilding* ovvero un’asta imperfetta in base alla quale il prezzo del collocamento viene definito dal *global coordinator* sulla base delle proposte ottenute, senza seguire criteri rigidi predefiniti. Con riferimento, per contro, alla *tranche* destinata al pubblico, per le offerte effettuate nel corso del 1999, si è adottato sostanzialmente in un uguale numero di casi sia il prezzo fisso (14 operazioni su 27), sia il prezzo aperto (13 su 27).

E’ interessante notare inoltre che nelle Ipo effettuate sono state emesse esclusivamente azioni ordinarie ed in un solo caso - una banca, il Credito Artigiano - obbligazioni convertibili: le altre forme di azioni, quali le azioni di risparmio, sembrano essere superate, probabilmente a causa della necessità di soddisfare una domanda sempre più rivolta a strumenti che possono incrementare rapidamente il loro valore di mercato ed offrire quindi maggiori opportunità di rivalutazione, a fronte di un minore interesse soprattutto verso i dividendi, mai particolarmente allettanti.

Con riferimento agli intermediari, Banca IMI si conferma la più attiva nel ruolo di Sponsor in questo segmento di mercato con 6 operazioni su 27 nel 1999, per 5 delle quali essa ha assunto anche il ruolo di Capofila dell’offerta, mentre nel 1998 aveva assunto il ruolo di Sponsor e di Capofila dell’offerta pubblica in 4 operazioni (su un totale di 16).

Le altre operazioni risultano ripartite fra le banche tradizionalmente operative sul mercato domestico ed anche intermediari esteri di *standing* internazionale che spesso, ancora oggi, affiancano gli operatori domestici e che consentono una più ampia diffusione dei titoli anche sui mercati esteri.

6. L'Euro, la BCE, l'Italia

Non avevamo ancora finito di spiegare la persistente debolezza dell'Euro (giunto al minimo di 88, 52 centesimi di \$ il 19 maggio) che già l'Euro iniziava a recuperare. Di qui, un nuovo lungo elenco di motivi adatti a spiegare la ripresa dell'Euro: la discesa dei mercati azionari USA; la minaccia di interventi a difesa del cambio; i previsti aumenti dei tassi della BCE; e soprattutto le congetture sul *softlanding* dell'economia americana. Al di là di queste variazioni congiunturali, cosa abbiamo complessivamente imparato in questo primo periodo di vita dell'Euro? Due riflessioni sembrano ancora opportune.

Unione monetaria e tasso di cambio

Tra un implausibile "benign neglect" nei confronti del cambio dell'Euro e un irrealistico targeting del cambio stesso, c'è un'ovvia "terza via", di buon senso, che è quella di tener conto del cambio, per quel che merita. Cioè meno di quanto si facesse in passato, per ciascun paese, perché per definizione la zona-Euro è più "chiusa" di quanto prima non fosse ciascun Paese membro. In altre parole, come succede in America che è un grande mercato relativamente chiuso, il cambio dell'Euro è più un problema dei paesi che con la zona Euro scambiano merci e attività finanziarie. E' peraltro vero che trattasi ancora di una moneta "nuova e incompleta" e ciò richiede un'attenzione al suo valore maggiore di quanto attribuibile unicamente al grado di apertura dell'area. La fiducia nei confronti dell'Euro è infatti importante, perché rappresenta un termometro del prevedibile successo dell'intero progetto. Non è un caso che alla debolezza dell'Euro si siano accompagnati pettegolezzi giornalistici sulla possibilità che Paesi membri escano dall'Euro!

Euro e Unione economica

La debolezza dell'Euro dovrebbe effettivamente preoccupare tutti, se significasse che vi sono fondati dubbi sul fatto che la moneta comune porti ai paesi membri i benefici attesi. Sappiamo, infatti, che un'unione monetaria ha senso solo se i paesi così accomunati costituiscono una "area monetaria ottimale"

(AMO), dove cioè mobilità dei fattori e flessibilità dei prezzi possono ben sostituire la eventuale fluttuazione del tasso di cambio, cui si rinuncia. Nel nostro caso, sappiamo però che ai molti dubbi sul fatto che si fosse in presenza di un'AMO, la risposta è sempre stata che grazie alle necessarie riforme la zona-Euro sarebbe diventata un'AMO. Con un'evidente inversione del percorso logico che di solito porta alla moneta comune i Paesi che hanno anzitutto fatto quanto serve perché ciò sia ottimale; abbiamo in questo caso unito monetariamente Paesi che ora hanno la convenienza a fare quelle riforme. L'equivoco è probabilmente derivato dalla condizione stabilita dal Trattato di Maastricht che l'inclusione nella zona-Euro dipendesse dal rispetto di 5 parametri che definivano regole di equilibrio finanziario, valutario e monetario. Questa condizione non può essere ovviamente scambiata con le condizioni necessarie perché si sia in presenza di un'AMO. Non possiamo quindi semplicemente concludere che avendo il rispetto di quei parametri portato all'ammissione dell'Italia nell'Unione Monetaria, siamo anche in presenza delle condizioni che ce ne garantiscono i benefici. Possiamo allora dire che la zona-Euro diventerà un'AMO grazie all'avvio dell'Euro?

Finora, l'unico evidente vantaggio per l'Italia è stata la riduzione dei tassi di interesse che l'eliminazione del rischio di cambio ha portato con sé. Poiché in Italia più che in altri Paesi, gli interessi sono un trasferimento alle famiglie da parte dei settori indebitati (Imprese e P.A.), quella riduzione dei tassi ha migliorato i conti del settore pubblico e delle imprese, a spese delle famiglie. Non a caso, troviamo oggi migliori i conti, e le aspettative, delle imprese rispetto a quelli delle famiglie. La differenza non potrebbe essere maggiore rispetto ai modelli più dinamici che caratterizzano economie come quelle anglosassoni (USA e UK), e che potrebbero valere anche per i paesi della zona-Euro, Italia compresa, grazie alle opportune riforme. Le condizioni utili a definire un'AMO sembrano corrispondere oggi non tanto ai dettami di Maastricht quanto alle caratteristiche delle economie più dinamiche.