

Università Cattolica del S.Cuore
LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2000

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

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

con la **collaborazione** di:

Stefano Corona, Alberto Colombo, Maurizio Marchiori, Gilberto Turati.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 20 ottobre 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)

e-mail: laboratorio.monetario@mi.unicatt.it

INDICE

SINTESI	pag. I
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	“ 1
2 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 19
2.1 Il Documento di Programmazione Economico- Finanziaria 2001-2004	“ 19
2.2 La manovra finanziaria per il 2001	“ 23
2.3 Le opzioni per il 2001	“ 30
3 – MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE	
BANCARIA	“ 33
3.1 L’andamento degli aggregati monetari e creditizi	“ 35
3.2 I tassi di interesse nell’area Euro, le previsioni per i prossimi mesi e il problema del cambio	“ 40
3.3 Le banche italiane: impieghi e raccolta	“ 53
3.4 Le banche italiane: tassi attivi e passivi	“ 57
3.5 Le previsioni sui tassi bancari	“ 61
4 – SERVIZI E REDDITIVITA’ DELLE	
BANCHE ITALIANE	“ 65
4.1 Il campione e le variabili utilizzate	“ 66
4.2 L’andamento dei ricavi da servizi	“ 68
4.3 I ricavi da servizi nei singoli gruppi del campione	“ 73
4.4 I ricavi da servizi e le dimensioni dei gruppi creditizi italiani	“ 77
4.5 Considerazioni di sintesi	“ 79

5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 80
5.1 Emissioni lorde e nette di titoli	“ 80
5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 81
5.3 La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni di diritto italiano	“ 83
5.4 Gli scambi di titoli quotati	“ 87
5.5 Le offerte di azioni finalizzate alla quotazione di borsa (Ipo): un aggiornamento	“ 90
6 – ITALIA E INVESTIMENTI INTERNAZIONALI DI PORTAFOGLIO	“ 92
6.1 Il quadro generale di riferimento	“ 92
6.2 La situazione dell'Italia	“ 95
6.3 Gli investimenti netti di portafoglio all'estero degli italiani	“ 98
6.4 Gli investimenti netti di portafoglio in Italia dei non residenti	“ 102
6.5 Osservazioni di sintesi	“ 105
6.6 La <i>Survey</i> dell'IMF sugli investimenti di portafoglio	“ 106
7 – LA MONETA E' ANCORA UN VELO?	“ 109

SINTESI

1 - Il quadro macroeconomico

Nei primi mesi dell'anno tutte le aree geo-economiche hanno contribuito all'espansione internazionale (previsti tassi di crescita del commercio mondiale che sfiorano il 10% annuo sia per il 2000 che per il 2001). In particolare la crescita è risultata molto sostenuta negli USA (superiore al 5%), vivace in Europa (al ritmo del 3,5%), in rafforzamento in Giappone, nei paesi di nuova industrializzazione del Far East asiatico, nell'America Latina e nelle economie in transizione dell'Est europeo.

Lo scenario inflazionistico non appare preoccupante. Mentre per USA e UK l'inflazione al consumo risulta sostanzialmente in linea con quella alla produzione, per la zona euro l'inflazione alla produzione è ad un livello più che doppio rispetto al consumo, segnalando un progressivo assottigliamento dei margini del commercio.

Sul fronte monetario, la FED ha interrotto la politica di graduale incremento dei tassi di interesse, sia per non influire sull'esito della campagna presidenziale, ma forse anche confidando nei guadagni di produttività indotti dalla New Economy per neutralizzare gli incrementi salariali. La BCE prosegue invece nella propria politica di graduale inasprimento delle condizioni monetarie, nel tentativo di impedire che l'aumento del prezzo del petrolio e il deprezzamento dell'euro determinino l'avvio di un processo inflazionistico. Non sono derivati da questa politica effetti positivi sul cambio dell'euro essendo questo dominato dall'andamento dei flussi di capitale, che appare poco sensibile al differenziale fra i tassi di interesse tra le due sponde dell'Atlantico (il deprezzamento è andato accentuandosi nonostante la stabilità del differenziale nel corso dell'ultimo anno), mostrando invece una relativa maggiore sensibilità al differenziale di crescita fra le due aree economiche.

2 - La finanza pubblica

L'evoluzione positiva dei conti pubblici nel corso degli ultimi anni e la crescita del gettito tributario superiore alle attese hanno consentito al Governo di dare un orientamento espansivo alla politica di bilancio, pur nel rispetto dei vincoli imposti dal "Patto di stabilità e crescita". La manovra finanziaria per il 2001

contiene disposizioni in materia tributaria che dovrebbero determinare una riduzione della pressione tributaria (il rapporto tra gettito tributario e contributivo complessivo e PIL) di circa un punto percentuale. La riduzione delle imposte opera sia sulle famiglie che sulle imprese, con effetti sul reddito disponibile dei contribuenti, sulla profittabilità delle imprese e sul costo del lavoro. La manovra proposta, che prevede misure di riduzione dell'avanzo primario per 32.600 miliardi ed interventi di aumento dell'avanzo primario per 8.000 miliardi di lire, dovrebbe consentire anche una riduzione dell'indebitamento netto della pubblica amministrazione dall'1,3% del PIL nel 2000 allo 0,8% nel 2001 ed il mantenimento, nel 2001, di un avanzo primario pari al 5,3% del PIL.

3 - Moneta, tassi e intermediazione bancaria

E' continuato nella parte centrale dell'anno l'orientamento in senso restrittivo della politica monetaria europea attuato con due interventi sui tassi ufficiali complessivamente pari a mezzo punto percentuale. L'aumento dei tassi ha iniziato ad avere qualche effetto sulla crescita degli aggregati monetari, più in Europa che nel nostro paese. Si mantiene ancora elevata, sia in Europa che in Italia la dinamica degli impieghi bancari. Nel secondo quadrimestre dell'anno si sono anche accentuate le osservazioni critiche nei confronti della BCE, critiche che risultano in parte immotivate se si tiene conto che la BCE non ha, tra i suoi compiti, quello di difendere il cambio dell'euro. E' da notare come il cambio euro-dollaro è oggi assestato su valori comparabili ai valori del cambio marco-dollaro nel 1975 e nel 1985.

Sul fronte dei tassi, si osserva come i tassi reali odierni siano tuttora inferiori a quelli prevalenti all'inizio del 1999, pure in presenza di un euro molto più basso rispetto a quello di un anno fa.

Sul fronte delle banche italiane, continua la crescita elevata degli impieghi (a tassi crescenti negli ultimi mesi) che vengono finanziati, a fronte di una dinamica più rallentata della crescita dei depositi, anche con la riduzione della componente obbligazionaria del patrimonio titoli. Continua anche la crescita dei tassi attivi e passivi, con qualche significativo aumento dello spread dei tassi attivi su quelli passivi.

4 - Servizi e redditività delle banche italiane

Nel periodo 1994-1999 si è evidenziata una crescita intensa delle commissioni da servizi percepite dai principali gruppi bancari italiani ed anche un parallelo miglioramento degli indicatori di redditività (ROA e ROE). All'interno delle commissioni da servizi, la componente più dinamica è stata quella relativa alla gestione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari; anche le commissioni da gestioni patrimoniali sono cresciute in misura significativa, a conferma della rilevanza dell'attività di asset management. Le commissioni da servizi più tradizionali (rilascio garanzie, incassi e pagamenti, etc.), per contro, hanno mostrato una dinamica più contenuta, che ne ha ridotto il peso percentuale sul totale. Non è emersa alcuna specifica correlazione con la dimensione dei gruppi bancari, dal momento che sono i gruppi di media dimensione che mostrano la più elevata incidenza dei ricavi da commissioni sui ricavi totali.

5 - Strumenti finanziari e gestione del risparmio

I principali fenomeni che hanno interessato i primi nove mesi del 2000 sono stati: a) la sensibile riduzione della raccolta di capitale canalizzata dalla borsa (solo 15.544 miliardi di lire, dei quali 6.731 miliardi relativi ad operazioni di aumento di capitale), spiegabile con il venir meno di operazioni "importanti" che avevano caratterizzato il 1999, ma soprattutto con l'intonazione riflessiva del mercato, che ha scoraggiato o indotto a rimandare nuove operazioni; b) l'ulteriore aumento del volume degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati rispetto ai già importanti livelli raggiunti nel 1999 (il fenomeno è risultato particolarmente accentuato per i comparti delle azioni, dei *covered warrant*, delle opzioni sul Mib30 e delle opzioni Isoalfa).

Per quanto riguarda invece la gestione del risparmio tramite fondi comuni, è proseguito il processo di riallocazione della ricchezza finanziaria dai fondi obbligazionari a quelli azionari e bilanciati. La raccolta netta del periodo è stata negativa per 10.723 miliardi di lire, mentre il patrimonio netto gestito dai fondi comuni italiani è rimasto sostanzialmente invariato (920.305 miliardi di lire).

6 - Italia e investimenti internazionali di portafoglio

L'impiego del risparmio nazionale in attività finanziarie acquistate all'estero si è rapidamente accresciuto negli ultimi anni e nel 1999 gli investimenti netti di

portafoglio dei residenti hanno raggiunto il 12% del PIL ed il 55% del risparmio nazionale lordo (percentuale quest'ultima superiore a quella degli altri principali paesi europei). La destinazione geografica prevalente risulta l'Europa, ed in particolare il Regno Unito (in relazione al ruolo preminente svolto dalla piazza di Londra), il Lussemburgo e la Germania. I deflussi netti più rilevanti provengono dal sistema bancario e dagli altri intermediari finanziari: negli ultimi anni è tuttavia cresciuto rapidamente anche l'investimento estero delle famiglie italiane. Per contro anche gli investimenti netti di portafoglio in Italia da parte di non residenti sono in crescita, con una prevalente provenienza europea, ma ad un ritmo inferiore rispetto ai deflussi netti, determinando così un saldo in progressiva riduzione seppur ancora positivo.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

Prima della pausa estiva, il panorama macroeconomico era – nel giudizio pressoché unanime degli analisti – semplicemente roseo. La prosecuzione, l'irrobustimento e la diffusione geografica della crescita a livello internazionale si accompagnava infatti a segnali di decelerazione congiunturale negli USA, prodromi dell'auspicato *soft landing*, e al contenimento dell'inflazione, nonostante l'aumento dei prezzi delle materie prime. L'intonazione ottimistica del giudizio sulla fase congiunturale si spingeva fino a individuare nel *mix* di inflazione e crescita del 2000-2001 "il miglior biennio degli ultimi trent'anni" (Congiuntura IRS, giugno-luglio 2000).

Alla fine della pausa estiva, i resoconti giornalistici descrivevano un diverso quadro della congiuntura. La lievitazione del prezzo del petrolio, la caduta apparentemente inarrestabile dell'euro, l'inasprimento delle condizioni monetarie in Europa, l'accentuata volatilità delle Borse sono gli ingredienti principali di un cocktail di cattive notizie che ha diffuso un'onda di pessimismo nell'opinione comune sulla fase congiunturale. Questo pessimismo non si è ancora tradotto in revisioni significative delle previsioni da parte degli analisti congiunturali. In questo numero di OM si fa il punto della situazione, con un *detour* sulle prospettive dello scenario macroeconomico internazionale alla luce dello shock petrolifero.

Il quadro d'insieme

Nella tabella 1.1 riportiamo i dati relativi alla crescita trimestrale del PIL in alcuni dei principali paesi industrializzati a partire dal primo trimestre 1999.

Nella prima metà del 2000 l'espansione è molto sostenuta in USA (al ritmo del 5% nei primi sei mesi), vivace in Europa (al ritmo di oltre il 3.5%), in fase di irrobustimento in Giappone (il dato del primo trimestre era distorto da un boom della spesa pubblica).

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

TAB. 1.1 - Dinamica del PIL in alcuni paesi industrializzati 1999-2000
(variazione % congiunturale annualizzata)

	USA	J	UK	E11	FR	D	I
1999 I trim.	3.6	6.2	1.5	2.7	2.4	2.6	1.6
II trim.	2.5	3.9	3.2	2.4	3.3	0.5	1.8
III trim.	5.7	-3.9	4.1	4.0	4.0	3.2	3.2
IV trim.	8.2	-6.4	2.8	3.5	4.0	2.9	1.7
2000 I trim.	5.4	10.3	2.1	3.7	2.6	2.7	4.0
II trim.	5.6	4.2	3.8	3.7	2.9	4.7	1.1

Fonte: Economist, Datastream

Anche le altre aree geo-economiche partecipano all'espansione dell'attività produttiva internazionale, dai paesi di nuova industrializzazione del Far East asiatico, ormai usciti da un anno e mezzo dalla recessione successiva alla crisi del 1997, ai paesi dell'America Latina, soprattutto il Brasile colpito dalla crisi sul finire del 1998, alle economie in transizione, in particolare la Russia, colpita dalla crisi nel 1998. Nella tabella 1.2 riportiamo i dati sulla dinamica del PIL in alcuni paesi di queste aree nella prima metà del 2000.

TAB. 1.2 - Dinamica del PIL in alcuni paesi di nuova industrializzazione e in alcune economie in transizione nella prima metà del 2000
(variazione % tendenziale)

Paesi	I trim. 2000	II trim. 2000
Cina	8.1	8.3
Indonesia	3.2	4.1
Malesia	11.7	8.8
Corea del Sud	12.8	9.6
Argentina	0.9	0.8
Brasile	3.1	3.9
Cile	5.5	6.1
Ungheria	6.8	5.8
Polonia	6.0	5.2
Russia	7.5	6.7

Fonte: Economist, Datastream

Estrapolando le tendenze in atto anche al prossimo futuro – scontando quindi un impatto limitato dello shock petrolifero – non stupisce che nella *consensus view* degli analisti congiunturali si prevedono tassi di crescita del commercio mondiale che sfiorano il 10% annuo per il 2000 e per il 2001.

Il quadro dell'inflazione non è altrettanto roseo ma continua ad essere sostanzialmente non preoccupante. Nella tabella 1.3 abbiamo riportato l'ultimo

dato disponibile sia per i prezzi al consumo che per i prezzi alla produzione con riferimento ad alcuni paesi industrializzati.

TAB. 1.3 - Inflazione al consumo e alla produzione in alcuni paesi industriali nel trimestre terminante ad agosto
(variazione percentuale tendenziale)

Paesi	prezzi al consumo	prezzi alla produzione	Paesi	prezzi al consumo	prezzi alla produzione
USA	3.4	3.3	Francia	1.8	5.9
Giappone	-0.8	0.2	Germania	*2.4	5.6
UK	3.0	2.5	Italia	*2.6	**6.6
Euro-11	2.3	5.6	Spagna	3.6	**5.5

(*) trimestre terminante a settembre; (**) trimestre terminante a luglio

Fonte: Datastream

Mentre per USA e UK l'inflazione alla produzione è modesta (tra il 2.5 e il 3%) - nonostante l'impennata dei prezzi delle materie prime - e l'inflazione al consumo è sostanzialmente in linea con quella alla produzione, per la zona Euro l'inflazione alla produzione è rilevante (poco meno del 6%) e quella al consumo è circa la metà dell'inflazione alla produzione. Questo "fatto stilizzato" è comune a tutti i paesi dell'Eurozona. La differenza negativa tra inflazione al consumo e inflazione alla produzione segnala un assottigliamento dei margini del commercio.

USA: soft landing o wishful thinking?

La espansione dell'attività produttiva negli USA sfida la legge di gravità. Il secondo trimestre del 2000 ha registrato un tasso di incremento (congiunturale annualizzato) del PIL reale ancora più consistente di quello già notevole del primo trimestre (5.6% contro il 5.4% nel primo trimestre del 2000) smentendo le previsioni degli analisti, che sembravano trovare credito anche presso i vertici della Fed secondo i quali una serie di dati congiunturali comparsi in tarda primavera (dinamica delle nuove costruzioni, indice degli acquisti dei managers, etc.) dovevano essere interpretati come prodromi del tanto auspicato *soft landing*. Il dato di crescita del PIL nel secondo trimestre fa apparire le previsioni e le aspettative degli analisti un esercizio di *wishful thinking* ossia di interpretazione della realtà distorta dai desideri di chi la osserva.

La Fed ha interrotto il modello di incremento graduale dei tassi di interesse e ha lasciato che l'attività produttiva proseguisse la sua corsa. Questo comportamento – meno cauto del solito – ha due spiegazioni, non necessariamente alternative. Per la prima spiegazione, nel FOMC stanno prevalendo le “colombe” ossia i banchieri centrali meno aggressivi nel combattere l'inflazione. In questa interpretazione lo stesso Greenspan sosterebbe la necessità di lasciare che la ripresa continui indisturbata essendosi convinto, con il passare del tempo, che i guadagni di produttività associati al diffondersi della New Economy siano in fase di consolidamento e neutralizzino così gli incrementi salariali ponendo un freno alla crescita del costo del lavoro per unità di prodotto.

Per la seconda spiegazione, più semplicemente Greenspan si starebbe astenendo da interventi sui tassi di interesse per non influire sull'esito della campagna presidenziale in corso. Naturalmente, le due interpretazioni non sono necessariamente in conflitto. Tuttavia, è evidente che se la prima interpretazione riflettesse meglio della seconda le intenzioni della Fed, dovremmo considerare acquisita la tendenza alla stabilizzazione dei tassi di intervento, almeno per il prossimo futuro. Se viceversa fosse la seconda a riflettere meglio le intenzioni della Fed, dovremmo aspettarci una ripresa della tendenza al rialzo dei tassi USA dopo il 7 novembre 2000 oppure poco dopo.

Piove sul bagnato in Eurolandia: aumentano i tassi in fase di rallentamento

Nell' Eurozona la dinamica dell'attività produttiva, che aveva assunto toni vivaci in primavera e all'inizio dell'estate, mostra di nuovo segni di decelerazione. In due round successivi, alla fine di agosto e all'inizio di ottobre, la BCE ha innalzato il tasso di riferimento della politica monetaria (tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale) di un quarto di punto percentuale in ciascuna occasione, portandolo al 4.75% . L'incremento cumulato del tasso di intervento è di oltre due punti percentuali a partire dal punto di minimo.

La decisione della BCE riflette ufficialmente l'intenzione di contrastare la ripresa dell'inflazione in corso, peraltro non *demand pulled* ma *cost pushed*. Ci soffermeremo tra breve sull'efficacia di una politica monetaria che combatte l'inflazione derivante da uno shock da offerta con lo strumento monetario. Occorre sottolineare peraltro che affiora nelle motivazioni della BCE anche la

preoccupazione per lo scivolamento del tasso di cambio euro-dollaro. Essa segnala quindi anche l'esigenza di sostenere il cambio dell'euro, motivata dall'obiettivo di limitare i rischi di inflazione importata. Sotto questo profilo, la manovra sembra segnalare un abbandono almeno temporaneo del *benign neglect* nei confronti dell'andamento del cambio euro-dollaro. Recentemente, al perseguimento di una politica di tassi che riaprisse la forbice tra le due sponde dell'Atlantico e sostenesse quindi la valuta europea attraverso un'inversione di rotta dei capitali, si è accompagnato anche un intervento diretto e concertato con Fed e Bank of Japan a sostegno dell'euro.

Nella tabella 1.4 riportiamo le medie trimestrali del tasso di cambio dollaro/euro e dei tassi di interesse a medio e lungo termine negli USA e in Germania nel 1999-2000, nonché il loro differenziale.

TAB. 1.4 - Tasso di cambio \$/Euro e differenziale dei tassi di interesse
(a medio/lungo termine)

		\$/Euro	Tassi USA	Tassi Germania	Differenziale
1999	I trim.	1.12	5.0	3.9	1.1
	II trim.	1.06	5.5	4.1	1.4
	III trim.	1.05	5.9	4.9	1.0
	IV trim.	1.04	6.1	5.2	1.1
2000	I trim.	0.99	6.5	5.5	1.0
	II trim.	0.93	6.2	5.2	1.0

Fonte: Datastream

Come si può notare, il differenziale rimane sostanzialmente stabile nel corso dell'ultimo anno mentre il tasso di cambio continua a deprezzarsi: un dollaro valeva 1.12 euro nel primo trimestre 1999, vale 0.93 euro nel secondo trimestre del 2000: l'euro si è deprezzato di oltre il 20% in un anno e mezzo. E' utile ricordare anche, come è ripreso nel successivo capitolo 3, che il cambio euro-dollaro di oggi non è molto diverso dai valori che il cambio equivalente marco-dollaro aveva assunto nel 1975 e nel 1985.

Italia: un ciclo sincronizzato con quello europeo

Nel secondo trimestre il PIL è aumentato dello 0.3% (congiunturale non annualizzato). Nel primo trimestre il dato corrispondente era stato pari all'1%. La

dinamica del PIL, pur essendo stata modesta, segnala una prosecuzione della tendenza alla crescita anche se in fase di decelerazione.

Come si può notare dalla tabella 1.5, nel secondo trimestre il contributo della domanda estera netta alla crescita del PIL è stato negativo mentre era stato decisamente positivo nel primo trimestre. Considerando l'intero primo semestre, la crescita tendenziale del PIL (ossia la variazione percentuale rispetto al primo semestre del 1999) è stata del 2.8%. La domanda interna ha contribuito alla crescita del PIL per 2 punti percentuali mentre la domanda estera netta ha contribuito per meno di un punto. Questo *pattern* – ossia la netta prevalenza della domanda interna tra le determinanti della crescita del PIL – è comune agli altri grandi paesi dell'Europa continentale. Ad esempio, in Germania, nello stesso arco temporale il PIL è cresciuto del 3% e la domanda interna ha contribuito per 1.9 punti percentuali; in Francia, il PIL è aumentato del 3.5% e la domanda interna ha contribuito per 3.1 punti percentuali.

TAB. 1.5 – Italia: dinamica del PIL e delle principali componenti della domanda aggregata (variazioni percentuali congiunturali non annualizzate)

Componenti	III trim. 1999	IV trim. 1999	I trim. 2000	II trim. 2000
PIL	0.8	0.6	1.0	0.3
Consumi famiglie	0.4	0.2	1.2	0.5
Investimenti	1.2	1.7	1.2	1.7
Esportazioni	3.5	1.2	3.6	1.8
Importazioni	-0.3	3.1	1.2	5.1

Fonte: ISTAT

La tabella 1.6 riporta invece i dati relativi all'inflazione al consumo e alla produzione nel periodo 1999-2000.

TAB. 1.6 – Inflazione: inflazione al consumo e alla produzione (variazioni percentuali tendenziali)

	III trim. 1999	IV trim. 1999	I trim. 2000	II trim. 2000
Prezzi al consumo	1.8	2.1	2,4	2.5
Prezzi produzione	0.1	2.2	4.6	6.2

Fonte: ISTAT

Come si può notare, l'inflazione alla produzione è stata decisamente più consistente di quella al consumo nel corso del 2000. Ciò evidenzia l'assottigliamento dei margini commerciali sul quale abbiamo già richiamato l'attenzione. Vale la pena ricordare che si era verificato un fenomeno opposto

durante il periodo (1998-prima metà del 1999) in cui i prezzi alla produzione diminuivano. Non si è verificata traslazione sui prezzi al consumo della deflazione dei prezzi alla produzione in quell'occasione; non si verifica traslazione dell'inflazione alla produzione sui prezzi al consumo adesso. I commercianti hanno attenuato l'impatto delle oscillazioni dei prezzi alla produzione sui prezzi al consumo assorbendole con variazioni di segno opposto dei margini commerciali. In un certo senso l'accrescimento passato dei margini rende più sopportabile la diminuzione corrente dei margini stessi.

Terzo shock petrolifero?

Di shock petroliferi, come è noto, se ne citano (almeno) due: il primo nel 1973-74, a seguito della guerra arabo-israeliana dello Yom Kippur e alla costituzione dell'OPEC; il secondo nel 1979-80 per effetto del rovesciamento dello Scià e dell'instaurazione della repubblica islamica in Iran. Durante il primo shock il prezzo del petrolio triplicò (da 3 a 12 dollari a barile) nel giro di un anno. Nel corso del secondo shock, il prezzo aumentò del 150% (da 15 dollari a poco meno di 40) nello stesso arco temporale. Di shock talvolta si parla anche a proposito dell'impennata del prezzo del petrolio a seguito della guerra del Golfo. In questo caso, tuttavia, si tratta di un episodio legato al conflitto, di breve durata e con effetti rapidamente riassorbiti con la fine del conflitto stesso. Non è quindi il caso di annoverarlo tra gli shock petroliferi veri e propri.

Accanto alle crisi petrolifere si menzionano talvolta (non certo sulle prime pagine dei giornali occidentali) i cosiddetti controshock, ossia fenomeni di riduzioni repentine del prezzo del petrolio. Si ebbe un controshock petrolifero, ad esempio, nel 1986-87. All'epoca la diminuzione da 30 a 10 dollari del prezzo di un barile fu attribuita alle politiche di risparmio energetico messe in atto nei paesi consumatori di petrolio a seguito dei due shock precedenti e soprattutto alla difficoltà incontrata dai produttori di petrolio di concordare una politica di prezzo comune, sia perché alcuni dei paesi membri dell'OPEC "scartellavano", sia perché i produttori non associati al cartello erano diventati relativamente importanti in termini di peso nell'offerta e seguivano una politica di prezzo autonoma.

Un secondo controshock si può individuare nel corso del 1997-98 a seguito della crisi del Far East asiatico. L'improvviso crollo della domanda di materie prime dovuto alla profonda recessione nei paesi dell'estremo oriente – conseguenza a sua volta della crisi valutaria del 1997 – indusse infatti un declino improvviso e massiccio delle quotazioni del petrolio. Dopo la crisi dell'estate del 1997 il prezzo del petrolio era sceso dal picco pre-crisi di circa 30 dollari fino a raggiungere circa 10 dollari a barile nel dicembre 1998.

Dal dicembre 1998 – e in particolare a partire dalla primavera del 1999 -- il prezzo del petrolio è risalito rapidamente: da 10 a 37 dollari a barile nell'agosto-settembre del 2000. Siamo quindi di fronte ad un fenomeno massiccio e prolungato nel tempo, che si può a tutti gli effetti configurare come un terzo shock petrolifero. Il prezzo infatti è più che triplicato nel corso di poco più di un anno. Occorre peraltro sottolineare che il punto di partenza dell'impennata attuale è il punto di minimo di un controshock dalle dimensioni rilevanti (una decurtazione di circa due terzi del prezzo iniziale) mentre i precedenti due shock si sono manifestati dopo un periodo di prezzi sostanzialmente stabili.

Si sono versati fiumi d'inchiostro per spiegare le origini dello shock. Nella pubblicistica, l'origine dello shock è stata individuata in una strozzatura dell'offerta del petrolio dovuta sostanzialmente alla ritrovata compattezza del cartello OPEC e al comportamento di prezzo dei produttori indipendenti, sostanzialmente allineato a quello del cartello. I commentatori più attenti non hanno mancato di sottolineare, invece, il ruolo della domanda di petrolio. In effetti, così come il controshock del 1997-98 può essere ricondotto prevalentemente alla caduta della domanda da crisi del Far East, l'impennata del 1999-2000 è stata causata almeno in parte dalla forza della ripresa internazionale e dalla vivacità della domanda di materie prime.

Le curve di domanda e offerta aggregata – Proviamo ora ad analizzare le conseguenze dell'aumento del prezzo del petrolio facendo ricorso ad un semplice modello macroeconomico di domanda e offerta aggregata. Il modello DA-OA (domanda aggregata e offerta aggregata) analizza le relazioni tra livello generale dei prezzi e reddito nazionale in termini reali (o produzione nazionale in termini reali, il PIL). La curva di domanda aggregata (DA) rappresenta il livello di domanda aggregata di beni e servizi in un'economia in funzione del livello dei

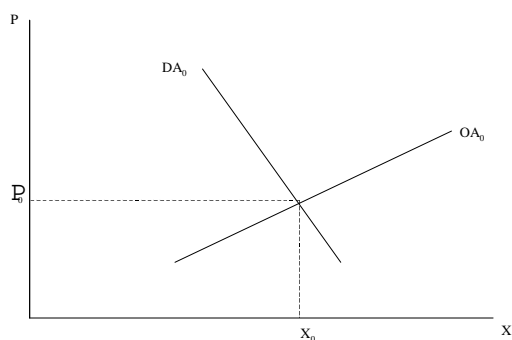
prezzi. La curva è decrescente: al crescere del livello dei prezzi, la domanda aggregata si riduce. Esistono diverse spiegazioni di questo andamento. Quella che si trova nei manuali di macroeconomia si basa sul seguente ragionamento: data l'offerta di moneta in termini nominali, un aumento del livello dei prezzi comporta una riduzione dell'offerta di moneta in termini reali e induce un più alto livello del tasso di interesse il quale, a sua volta, provoca una diminuzione degli investimenti e della domanda aggregata. Questo effetto indiretto di una variazione del livello dei prezzi sulla domanda aggregata va sotto il nome di *effetto Keynes*.

Il ragionamento precedente presuppone che le autorità monetarie abbiano un obiettivo intermedio in termini di aggregati monetari ossia che adottino una strategia di *monetary targeting*. Ora il *monetary targeting* - se mai è stato in voga (qualche economista dubita che la stessa Bundesbank, considerata il campione del *monetary targeting*, abbia perseguito rigorosamente una tale strategia) - al giorno d'oggi sicuramente non lo è più. La strategia di politica monetaria più diffusa è una regola di tasso di interesse - e quindi implicitamente un *interest rate pegging* - ossia la manovra del tasso di intervento in modo da pilotare la struttura dei tassi di interesse nella direzione desiderata, avendo come obiettivo o un certo livello del tasso di inflazione (*inflation targeting*) o un certo tasso di crescita dell'economia (quello che garantisce il pieno impiego, come negli anni cinquanta o sessanta) o una combinazione dei due. Possiamo quindi ipotizzare che il tasso di interesse sia riconducibile alle decisioni delle autorità monetarie. In questo caso la spiegazione dell'andamento decrescente della curva di domanda aggregata basata sull'effetto Keynes e illustrata precedentemente non è più valida: un aumento del livello dei prezzi non può influire sulla domanda aggregata via diminuzione dell'offerta reale di moneta e aumento del tasso di interesse per il semplice fatto che le autorità non sono disposte ad accettare qualsiasi livello del tasso di interesse.

Ma l'effetto Keynes non è l'unico motivo per cui la curva DA è inclinata negativamente. Ce ne possono essere almeno altri tre, che riguardano rispettivamente il consumo, gli investimenti e la domanda estera netta. Un primo motivo è *l'effetto ricchezza*: se il consumo delle famiglie dipende, oltre che dal reddito, anche dalla ricchezza in termini reali, un più alto livello dei prezzi - che non si accompagni a un incremento della ricchezza nominale nelle stesse proporzioni, può comportare una diminuzione della ricchezza reale e quindi una diminuzione dei consumi.

Un secondo motivo è la cosiddetta *q di Tobin*, ossia il rapporto tra andamento dell'indice di Borsa (che cattura la dinamica del prezzo dei titoli) e andamento dell'indice dei prezzi di beni e servizi. La letteratura macroeconomica ha individuato una relazione positiva tra la variazione di tale rapporto e gli investimenti: un aumento della *q di Tobin* induce le imprese ad accrescere gli investimenti. L'aumento della *q di Tobin* può avvenire per effetto dell'aumento dei corsi azionari a parità di prezzo dei beni oppure per effetto di una diminuzione del prezzo dei beni a parità dei corsi azionari oppure per una "opportuna" combinazione delle dinamiche dei due indici. Se, ad esempio entrambi gli indici registrano incrementi ma l'indice di borsa aumenta più rapidamente dell'indice dei prezzi dei beni, la *q di Tobin* aumenta e ciò dovrebbe indurre un aumento degli investimenti. Sulla base delle considerazioni precedenti, è chiaro che un più alto livello dei prezzi può comportare, a parità di altre circostanze, una diminuzione della *q di Tobin* e quindi una diminuzione degli investimenti e della domanda aggregata.

FIG. 1.1 – Domanda e offerta aggregata



La terza ragione per la quale la curva di domanda aggregata è decrescente riguarda il *tasso di cambio reale*. Un più alto livello dei prezzi interni, infatti, nella misura in cui si traduce in un aumento dei prezzi delle esportazioni, comporta - sempre a parità di altre circostanze - un apprezzamento del tasso di cambio reale, una perdita di competitività di prezzo delle merci interne e una diminuzione della domanda estera netta che si ripercuote negativamente sulla domanda aggregata.

Sulla rilevanza empirica di questi effetti c'è parecchio scetticismo tra gli economisti applicati. Una quota non trascurabile di questi ultimi considera non molto rilevante l'effetto ricchezza. Sull'effetto q di Tobin lo scetticismo è ancora più consistente e diffuso. Rimane controversa la valutazione della rilevanza empirica dell'effetto di competitività. Per un'economia molto aperta come quella italiana l'effetto è certamente non trascurabile. Viceversa, se consideriamo un'economia sostanzialmente chiusa in cui il commercio con l'estero rappresenta una quota modesta del PIL, come nel caso degli Stati Uniti e di Eurolandia, dovremmo inferire ragionevolmente che la rilevanza empirica di questo effetto è modesta.

Tirando le fila del ragionamento precedente, possiamo affermare che la DA è inclinata negativamente sul piano quantità (X) – prezzo (P) ma la sua inclinazione è assai elevata: aumenti modesti del livello dei prezzi hanno un effetto penalizzante sul livello della domanda aggregata di entità contenuta; perché si verifichi un impatto importante della variazione dei prezzi sulla domanda aggregata occorre che questa variazione sia rilevante.

Passiamo ora alla costruzione della curva di offerta aggregata (OA). La curva OA rappresenta il livello di produzione aggregata di beni e servizi in un'economia (il PIL) in funzione del livello dei prezzi. La curva è crescente: al crescere del livello dei prezzi, la produzione aumenta. La spiegazione di questo andamento che si legge nei manuali di macroeconomia si basa sul seguente ragionamento: dato il salario in termini nominali, un aumento del livello dei prezzi comporta una riduzione del salario reale e induce le imprese ad accrescere l'impiego di lavoro e il livello dell'attività produttiva. Questa spiegazione presuppone che le imprese impieghino un solo fattore di produzione (variabile), ossia il lavoro, il cui costo in termini nominali è il salario. Naturalmente nella realtà il processo produttivo è più complesso che nella descrizione semplificata dei manuali. Esistono altri fattori produttivi oltre al lavoro e alcuni di questi sono importati. Il petrolio è l'esempio tipico. Il costo nominale dei fattori produttivi importati è il prodotto del loro prezzo espresso nella valuta in cui sono quotati i contratti (il dollaro nel caso del petrolio) e del tasso di cambio. Anche con una rappresentazione più ricca e convincente del processo produttivo, comunque, rimane sempre vero che, dati i costi nominali dei fattori produttivi, un aumento

del livello dei prezzi induce le imprese ad accrescere la produzione. Possiamo supporre che la OA sia relativamente più piatta della DA.

Posizione e spostamenti delle curve - L'utilità del modello può essere illustrata effettuando alcuni esperimenti che determinano lo spostamento delle curve DA e OA. La posizione sul piano delle due curve dipende dal valore assunto da un certo numero di variabili esogene, così che una variazione di queste determina uno spostamento della DA e quindi modifica i valori di equilibrio di X e P.

Per quanto riguarda la curva di domanda aggregata, essa si sposta verso l'alto e verso destra (ossia si ha un aumento della domanda aggregata per ogni livello dei prezzi), se:

1. aumenta la ricchezza finanziaria delle famiglie,
2. diventa più espansiva la politica monetaria ossia diminuisce il tasso di interesse nominale, che in questo contesto è una variabile sostanzialmente sotto il controllo delle autorità monetarie,
3. aumentano le aspettative di inflazione (in questo caso, infatti, a parità di altre condizioni diminuisce il tasso di interesse reale atteso),
4. aumenta la ricchezza (capitale netto) delle imprese (ovvero l'accumulazione di fondi interni),
5. diventa più espansiva la politica fiscale: aumenta la spesa pubblica, si riduce la pressione tributaria, aumentano i trasferimenti,
6. aumenta il tasso di cambio nominale (si verifica cioè un deprezzamento del cambio nominale),
7. aumenta il livello dei prezzi prevalente all'estero (si verifica cioè un deprezzamento del cambio reale).

Per quanto riguarda la curva di offerta aggregata, essa si muove verso l'alto e verso sinistra (ossia si ha un aumento del livello dei prezzi per ogni livello dell'output prodotto), se:

1. aumenta il costo del lavoro, ossia il salario nominale,
2. aumenta il prezzo del petrolio in dollari;
3. aumenta il tasso di cambio nominale.

Un aumento del salario nominale o del prezzo in moneta nazionale delle materie prime importate (pari al prodotto del prezzo in valuta per il tasso di cambio)

comporta infatti una *spinta da costi* che genera un più alto livello dei prezzi per ogni livello dell'output prodotto.

Il ruolo del tasso di cambio - E' interessante notare come il tasso di cambio rivesta il ruolo di variabile esogena sia di domanda che di offerta. A parità di altre condizioni, infatti, un aumento del tasso di cambio accresce la competitività di prezzo delle merci nazionali (e quindi fa aumentare la domanda aggregata per ogni livello di prezzo, inducendo uno spostamento della DA verso l'alto e verso destra) e produce una spinta da costi per le imprese accrescendo il prezzo in moneta nazionale dei fattori di produzione importati (e quindi fa aumentare il livello dei prezzi dei beni per ogni livello di output, inducendo uno spostamento della OA verso l'alto e verso sinistra).

L'analisi non sarebbe completa se non venissero identificati con chiarezza gli elementi che concorrono a determinare il tasso di cambio. Il tasso di cambio è determinato in equilibrio sul mercato dei cambi ossia dall'interazione di domanda ed offerta di valuta straniera. Si ha equilibrio sul mercato dei cambi quando la bilancia dei pagamenti è in pareggio. Il saldo della bilancia dei pagamenti è la somma del saldo delle partite correnti (il cui elemento principale è il saldo della bilancia commerciale) e del saldo dei movimenti di capitale. Il saldo dei movimenti di capitale dipende dal differenziale tra tasso di interesse interno (sotto il controllo delle autorità monetarie nazionali) e tasso di interesse internazionale (sotto il controllo delle autorità monetarie estere) e dalle aspettative di deprezzamento della moneta nazionale. Se consideriamo il rapporto tra euro e dollaro, in qualche misura possiamo ricondurre le aspettative di deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro al differenziale di tasso di crescita tra le due sponde dell'Atlantico. Quindi, in ultima analisi, il saldo dei movimenti di capitale dipende dal differenziale di tasso di interesse e dal differenziale di tasso di crescita: quanto più ampia la forbice tra tassi interni e internazionali e quanto più stretta la divaricazione tra tasso di crescita interna e tasso di crescita internazionale, tanto più consistente il saldo dei movimenti di capitale.

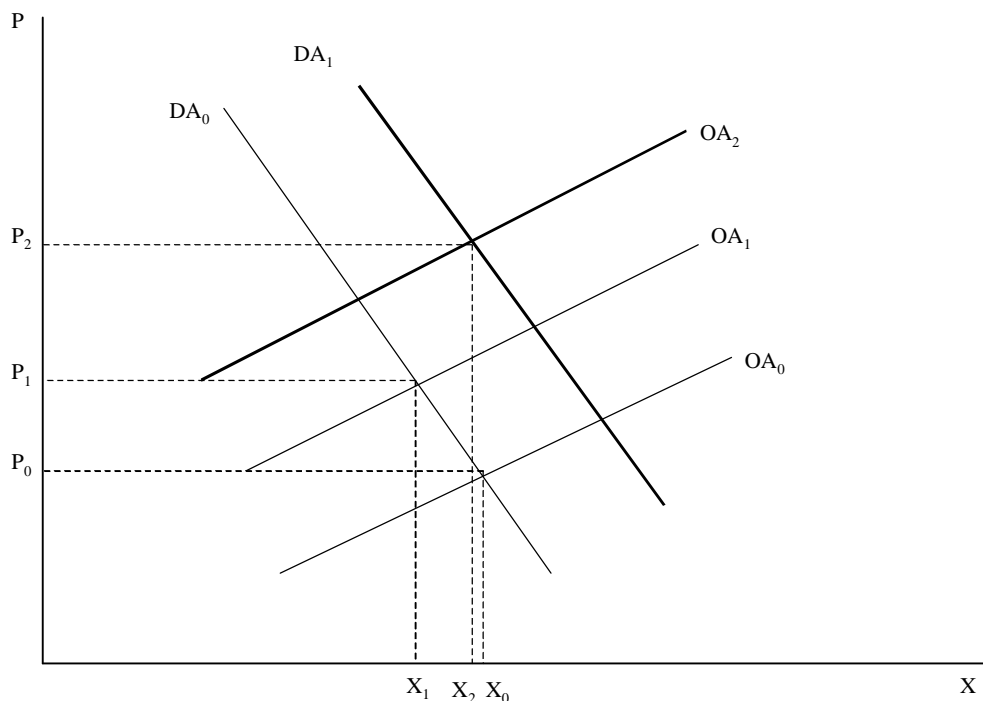
Il saldo della bilancia commerciale, invece, che determina in larga misura il saldo delle partite correnti, dipende dal tasso di cambio reale e dal livello del reddito (stiamo prescindendo, per ragioni di semplicità espositiva, da un insieme rilevante di variabili). Dato il saldo dei movimenti di capitale, il tasso di cambio

viene determinato dalla combinazione di livello dei prezzi interni e livello del reddito che genera un saldo di partite correnti uguale in valore assoluto (ma opposto in segno) al saldo dei movimenti di capitale.

Supponiamo ad esempio che, dati i differenziali di tasso di interesse e di crescita tra Eurozona e Stati Uniti, il saldo dei movimenti di capitale sia negativo (Eurolandia soffre di una rilevante uscita di capitali destinati agli USA). Si ha equilibrio tra domanda ed offerta di dollari solo quando il saldo delle partite correnti è positivo ed uguale al valore assoluto del deficit dei movimenti di capitale. Per ogni dato *mix* di livello dei prezzi e output ci sarà un solo tasso di cambio compatibile con questo valore del saldo delle partite correnti, ossia un solo tasso di cambio di equilibrio.

L'impatto dello shock petrolifero – Con l'aiuto dagli strumenti sopra descritti, è possibile fare alcuni esperimenti concettuali per esaminare l'impatto macroeconomico dello shock petrolifero. Supponiamo di partire da una situazione di relativa tranquillità sul fronte dei prezzi delle materie prime (come alla fine del 1999). Data la configurazione dei livelli delle variabili esogene di domanda (*stance* di politica monetaria e fiscale, aspettative di inflazione, ricchezza finanziaria delle famiglie, solidità finanziaria delle imprese, tasso di cambio, inflazione nel resto del mondo) e di offerta (costo del lavoro, prezzo delle materie prime in dollari, tasso di cambio), esisterà una certa combinazione prezzo-quantità di equilibrio macroeconomico (le coordinate del punto di intersezione tra DA e OA). A questa combinazione prezzo-quantità sarà associato un certo tasso di cambio di equilibrio.

Supponiamo ora che aumenti il prezzo del petrolio in dollari. A parità di altre circostanze, si verifica una spinta da costi che induce uno spostamento della OA verso l'alto e verso sinistra (dalla posizione OA_0 alla posizione OA_1). Il nuovo punto di equilibrio sarà caratterizzato da un aumento del livello dei prezzi (P_1) e da una diminuzione dell'output (X_1). Un aumento del prezzo del petrolio, in altri termini, ha un impatto inflazionistico e recessivo. Siccome la DA è ripida rispetto alla OA, possiamo attenderci un impatto sui prezzi tanto più rilevante quanto più grande è l'incremento dei prezzi del petrolio e una diminuzione relativamente contenuta dell'output (vedi FIG. 1.2).

FIG. 1.2 – Domanda e offerta aggregata: caso di shock petrolifero

Ma questa non è la fine della storia. Il nuovo *mix* prezzi-quantità di equilibrio, tendenzialmente, avrà effetti negativi sul saldo della bilancia commerciale. Le importazioni dovrebbero diminuire per la diminuzione del reddito ma se la diminuzione del reddito è modesta, sarà modesta anche la diminuzione delle importazioni. L'aumento del livello dei prezzi, invece, fa diminuire la competitività delle merci nazionali e induce un peggioramento del saldo della bilancia commerciale, sul quale si è già scaricato l'impatto del "rincarico della bolletta petrolifera" per usare il gergo dei giornali. La conseguenza più plausibile dello shock petrolifero, quindi, è un peggioramento del saldo della bilancia commerciale. Ciò indurrà, a parità di altre circostanze, un deprezzamento del cambio. In altri termini, lo shock da offerta rappresentato dall'aumento del prezzo del petrolio comporta non solo un aumento dei prezzi e una diminuzione dell'attività produttiva ma anche un deprezzamento del cambio. La correlazione positiva tra dinamica del prezzo del petrolio e dinamica del tasso di cambio euro-dollaro è un fatto stilizzato debitamente enfatizzato nelle analisi congiunturali.

Variazioni del tasso di cambio, come affermato precedentemente, comportano traslazioni sia della DA che della OA. Esse si configurano cioè come

shock sia di domanda che di offerta. Il deprezzamento si traduce quindi in un aumento della domanda di beni e una ulteriore spinta da costi. La OA si sposta nuovamente verso l'alto e altrettanto accade alla DA. Ne risulta amplificato l'impatto inflazionistico e attenuato l'impatto recessivo.

Il quadro delineato finora incorpora l'ipotesi che il costo nominale del lavoro non si modifichi. In linea di principio è lecito attendersi che l'aumento dei prezzi susseguente allo shock petrolifero, causando una diminuzione del salario reale, induca le organizzazioni sindacali a contrattare un più alto salario nominale per recuperare almeno in parte il potere d'acquisto perso. Ciò genererebbe una nuova spinta da costi e una nuova traslazione della OA verso l'alto che enfatizzerebbe l'impatto inflazionistico dello shock iniziale da prezzo del petrolio con uno shock indotto da spinta salariale. In uno scenario da anni settanta si potrebbe configurare una spirale prezzi-salari ossia un avvitamento della spinta sui prezzi dovuta a round successivi di contrattazione salariale.

Tutto sembrerebbe congiurare quindi, almeno in linea di principio, a prefigurare uno scenario in cui l'impatto iniziale dello shock sui prezzi viene esacerbato. Come mai non osserviamo una tale acutizzazione dell'inflazione? Possiamo individuare almeno tre motivi.

In primo luogo, se facciamo riferimento all'Eurozona, ci rendiamo conto che una spirale prezzi-salari è decisamente improbabile. In paesi come l'Italia la de-indicizzazione dei salari e gli accordi sulla programmazione degli incrementi salariali del 1992-93 hanno disinnescato la rincorsa tra salari e prezzi. Quanto al resto d'Europa, il panorama delle relazioni industriali è molto variegato. Nei paesi in cui le organizzazioni dei lavoratori sono relativamente deboli, proprio la mancanza di forza contrattuale induce a ritenere improbabili forti incrementi salariali. Nei paesi in cui i sindacati dei lavoratori sono relativamente forti e il sistema di relazioni industriali segue un modello "corporatista" (Germania, Austria, paesi scandinavi), la centralizzazione delle contrattazioni e la tradizionale moderazione delle parti sociali induce a ritenere altrettanto improbabili forti incrementi salariali. Quale che sia l'assetto istituzionale delle relazioni industriali, quindi, è ragionevole essere relativamente scettici sulla prospettiva di una rescrudescenza inflazionistica spinta dai salari. Ciò significa però che lo shock petrolifero è destinato a provocare una riduzione non compensata del salario reale.

In secondo luogo, l'impatto inflazionistico dell'aumento del prezzo del petrolio potrebbe essere contenuto se l'aumento dei costi petroliferi venisse per così dire assorbito dai bilanci aziendali. In questo caso le imprese rinuncerebbero – per scelta o per necessità - a trasferire gli incrementi dei costi sui prezzi. Ne risulterebbe una compressione dei margini unitari di profitto. Graficamente, lo spostamento della OA verso l'alto a seguito dello shock petrolifero (che misura l'incremento del livello dei prezzi per ogni livello di output) sarebbe meno consistente. Ne conseguirebbe un minor impatto inflazionistico ed un minor effetto recessivo. Anche il deprezzamento indotto del tasso di cambio, quindi, sarebbe minore. In effetti, ci sono indizi rilevanti di un comportamento delle imprese che tende a evitare la traslazione sui prezzi dei prodotti finali degli incrementi dei costi di produzione. Il minor impatto dello shock petrolifero sui prezzi renderebbe meno dolorosa la rinuncia agli incrementi salariali per i lavoratori perché significherebbe una minor perdita di salario reale. Nel brevissimo periodo i profitti delle imprese si assottiglierebbero senza conseguenze rilevanti. Nel breve-medio periodo, tuttavia, la riduzione dei profitti porrebbe un'ipoteca sulla solidità finanziaria delle imprese con ripercussioni sugli investimenti e la domanda aggregata. Lo shock da offerta, quindi, avrebbe in questo caso un minor impatto inflazionistico, ma comporterebbe prima o poi uno shock negativo da domanda (la DA si sposterebbe verso il basso e verso sinistra).

In terzo luogo, il contenimento dell'impatto inflazionistico dello shock petrolifero può essere ricondotto alle decisioni delle autorità monetarie. Le autorità monetarie potrebbero infatti decidere di contrastare l'impatto inflazionistico dello shock petrolifero mediante incrementi dei tassi di interesse, come è accaduto in Europa nell'ultimo anno. Un aumento del tasso di interesse mirante a contenere la dinamica dei prezzi si traduce graficamente in uno spostamento della curva DA verso il basso: ne risulta una diminuzione dei prezzi e una riduzione dell'output. Le autorità riescono a combattere l'inflazione a prezzo di una perdita di output. Si osservi peraltro che se la curva DA è relativamente ripida e la curva OA relativamente piatta, il trade-off è costoso: la stretta monetaria ha un effetto modesto sui prezzi ed un effetto rilevante di contrazione dell'output.

Cosa succede alla bilancia dei pagamenti a seguito della decisione delle autorità monetarie? L'aumento dei tassi di interesse potrebbe accrescere il saldo

dei movimenti di capitale. La diminuzione dell'output e la diminuzione dei prezzi favorirebbe inoltre il saldo della bilancia commerciale. In ultima analisi quindi la bilancia dei pagamenti migliorerebbe inducendo un apprezzamento del cambio. Questo apprezzamento del cambio si tradurrebbe nel medio periodo in uno shock negativo da domanda e positivo da offerta.

In realtà, l'inasprimento delle condizioni monetarie in Eurolandia non ha ancora condotto ad un apprezzamento del cambio dell'euro, né forse lo produrrà: l'andamento dei flussi di capitale sembra relativamente poco sensibile al differenziale dei tassi di interesse tra le due sponde dell'Atlantico. Se fosse vero, come sembrerebbe a giudicare dalla reazione del cambio dell'euro alle news congiunturali, che la determinante più rilevante del tasso di cambio dell'euro è il differenziale di crescita, dovremmo dedurre che una stretta monetaria in Eurolandia a fronte della stabilità dei tassi in USA, potrebbe addirittura indebolire invece di rafforzare il cambio dell'euro se dovesse indurre una divaricazione della forbice tra crescita negli USA e crescita in Europa.

2. LA FINANZA PUBBLICA*

L'evoluzione positiva dei conti pubblici nel corso degli ultimi anni e la crescita del gettito tributario superiore alle attese hanno consentito al Governo di dare un orientamento espansivo alla politica di bilancio, pur nel rispetto dei vincoli posti alla finanza pubblica dal Patto di stabilità. La manovra finanziaria per il 2001 contiene infatti disposizioni di riduzione della pressione fiscale sulle famiglie e sulle imprese, il che consentirà di accrescere il reddito disponibile delle famiglie, aumentare la profittabilità delle imprese e di ridurre il costo del lavoro, con sperabili effetti positivi su occupazione e crescita.

Il presente capitolo illustra, in primo luogo, gli obiettivi di medio periodo della politica di bilancio, come espressi nel Documento di Programmazione economico-finanziaria per il periodo 2001-2004 e nella recente Nota di aggiornamento, che tiene conto dell'evoluzione dei flussi di finanza pubblica nel corso del 2000, in particolare dell'andamento del gettito tributario. In secondo luogo, discute le numerose e articolate misure della manovra finanziaria per il 2001, con riferimento ai principali comparti di entrate e di spese.

2.1 Il Documento di Programmazione Economico-Finanziaria 2001-2004

La base per la costruzione del quadro programmatico di finanza pubblica per i prossimi quattro anni è costituita dal consuntivo di finanza pubblica relativo al 1999 e dall'evoluzione dei conti pubblici nel corso di quest'anno, nonché dalle previsioni sull'andamento dell'economia. In relazione all'andamento della finanza pubblica, il processo di riequilibrio realizzato negli ultimi anni, con il conseguimento degli obiettivi proposti, ha reso possibile una inversione di tendenza nell'orientamento della politica di bilancio, il cui obiettivo principale nei prossimi anni sarebbe quello di sostenere lo sviluppo e la crescita dell'economia. L'evoluzione tendenziale del bilancio pubblico non appare oggi tanto divergente dagli obiettivi programmatici ed in questo contesto il DPEF assume un ruolo ed un significato diversi rispetto al passato, quando si richiedevano manovre correttive di entità rilevante. Pertanto, la manovra finanziaria per il 2001

* A cura di M. Flavia Ambrosanio

deriverebbe non più esclusivamente dalla necessità di ridurre il disavanzo pubblico, ma anche "... dalle opportunità di ridistribuire in modo più confacente le risorse disponibili. ...".

Le previsioni a legislazione vigente - La tabella 2.1 illustra le previsioni a legislazione vigente¹ contenute nel DPEF 2001-2004, predisposto nello scorso mese di giugno. Lo scenario di medio periodo dei flussi di finanza pubblica si prospettava, a giugno 2000, in linea con l'obiettivo di stabilizzare e consolidare la riduzione del rapporto fra deficit delle Amministrazioni Pubbliche e PIL e del rapporto tra debito pubblico e PIL. In particolare, per il 2001 si prevedeva un indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche pari a 23.700 miliardi, corrispondente all'1% del PIL, come richiesto dal Patto di stabilità e crescita, varato nel giugno del 1997 e operativo dal 1999. Si prevedeva ancora una sensibile discesa del rapporto debito/PIL al 106,6%.

Per gli anni dal 2002 al 2004, le previsioni a legislazione vigente indicavano: a) la crescita dell'avanzo primario, fino al 6,5% del PIL; b) la riduzione dell'indebitamento netto allo 0,7% del PIL nel 2002 ed il conseguimento di un avanzo pari allo 0,2% del PIL nel 2003 e all'1,3% del PIL nel 2004; c) la formazione di un crescente risparmio pubblico, fino al 3,9% del PIL nel 2004; d) la discesa del rapporto debito/PIL, al di sotto del 100% a partire dal 2003. L'andamento della finanza pubblica era dunque tale da non richiedere, come si è già detto, consistenti interventi correttivi, di aumento delle entrate e riduzione delle spese, al fine di tenere sotto controllo il deficit pubblico.

Quali gli obiettivi programmatici del DPEF 2001-2004? Il Governo ha indicato due linee guida per la politica di bilancio nei prossimi anni:

- la riduzione del prelievo fiscale, sia sulle famiglie sia sulle imprese, attraverso la revisione delle aliquote dell'imposta personale e delle imposte societarie e del sistema di detrazioni ed esenzioni;

¹ E' opportuno ricordare che le previsioni a legislazione vigente tengono conto esclusivamente delle spese che discendono dalle leggi in vigore ed escludono oneri futuri, che si realizzeranno con certezza, ma solo in dipendenza di appropriata fonte legislativa. Pertanto, gli oneri dei rinnovi contrattuali nel pubblico impiego non sono inclusi nelle previsioni delle spese di personale, ma rientrano tra le spese programmate; analogamente le spese di investimento che derivano dalle autorizzazioni di spesa inserite nella legge finanziaria sono considerate spese programmate.

- la razionalizzazione e ricomposizione della spesa pubblica, con lo spostamento di risorse verso i settori della protezione sociale e delle spese di investimento.

TAB. 2.1 – I conti della P.A.: previsioni a legislazione vigente, giugno 2000 (migliaia di miliardi)

	2000	2001	2002	2003	2004
Entrate					
Entrate tributarie	676,6	697,8	725,7	753,9	785,0
Contributi sociali	281,5	292,0	301,5	308,3	318,4
Altre entrate	80,6	88,4	84,0	85,0	87,0
Entrate totali	1.038,7	1.078,2	1.110,8	1.147,2	1.190,4
Spese					
Spese correnti al netto interessi	836,5	864,9	892,3	914,7	936,2
Interessi passivi	144,4	146,0	146,0	143,4	140,3
Spese in conto capitale	87,4	91,0	88,9	84,4	78,4
Spese totali	1.068,3	1.101,9	1.127,2	1.142,5	1.154,9
Saldi					
Indebitamento netto	29,6	23,7	16,4	-4,7	-35,5
in % del PIL	1,3	1,0	0,7	-0,2	-1,3
Avanzo primario	114,8	122,3	129,6	148,1	175,8
in % del PIL	5,2	5,2	5,3	5,8	6,5
Risparmio pubblico	46,0	49,8	62,0	78,6	103,4
in % del PIL	2,1	2,1	2,5	3,1	3,9
Rapporto debito/PIL	112,1	106,6	103,5	99,7	95,0

Sotto il profilo quantitativo, gli obiettivi sui saldi delle Amministrazioni Pubbliche sono definiti in termini di rapporti al PIL (TAB. 2.2). Rispetto alle previsioni a legislazione vigente, l'avanzo primario programmato dovrebbe, anziché crescere, stabilizzarsi intorno al 5,5% del PIL; il pareggio di bilancio sarebbe conseguito nel 2003.

TAB. 2.2 – I saldi programmati della P.A. (in % del PIL)

	2000	2001	2002	2003	2004
Avanzo primario	5,2	5,2	5,5	5,6	5,5
Indebitamento netto	1,3	1,0	0,5	0,0	-0,3

La Nota di aggiornamento al DPEF 2000-2004 - Le previsioni a legislazione vigente sono state aggiornate a fine settembre 2000, per tenere conto dell'andamento delle entrate tributarie nei primi nove mesi dell'anno. La crescita del gettito tributario si è infatti rivelata superiore alle attese, per effetto anche di emersione di basi imponibili. Si tratta pertanto di maggiori entrate acquisite al bilancio in via permanente e ciò ha consentito di rivedere verso l'alto le previsioni del gettito nei prossimi tre anni. Le maggiori entrate sono stimate in 26.800 miliardi nel 2001, 35.100 miliardi nel 2002, 38.200 miliardi nel 2003 e 42.000 miliardi nel 2004. Esse si riflettono sull'avanzo primario a legislazione vigente, che aumenta di pari importo, in ciascuno degli anni considerati (TAB. 2.3).

TAB. 2.3 – I conti della P.A.: previsioni e obiettivi, ottobre 2000 (migliaia di miliardi)

	2001	2002	2003	2004
Avanzo primario giugno 2000	122,3	129,6	148,1	175,8
Maggiori entrate	26,8	35,1	38,2	42,0
Avanzo primario ottobre 2000	149,1	164,7	186,3	217,8
Interventi di riduzione avanzo primario	32,6	45,2	50,5	50,0
Manovra correttiva 2001	8,0	8,0	8,0	8,0
Avanzo primario	124,5	127,5	143,8	175,8
in % del PIL	5,3	5,2	5,6	6,5
Spesa per interessi	144,0	146,6	143,4	140,3
Indebitamento netto	19,5	18,5	0,4	38,5
Indebitamento netto programmato	19,5	12,5	-0,8	-7,5
in % del PIL	0,8	0,5	0,0	-0,3

Il maggior gettito previsto non verrà “incamerato” al fine di un ulteriore miglioramento dei saldi di finanza pubblica, ma sarà utilizzato per realizzare una più consistente riduzione del prelievo fiscale sulle famiglie e sulle imprese. Si legge, infatti, nella “Nota di aggiornamento al DPEF 2001-2004”, che il Governo “... ha ritenuto di dover destinare le maggiori entrate e il maggior avanzo primario a legislazione vigente a riduzioni fiscali aggiuntive rispetto a quanto già previsto. ...” . Ciò consentirebbe comunque, per il 2001, di ridurre l’indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche allo 0,8% del PIL e di

mantenere l'avanzo primario al 5,3% del PIL. Le riduzioni d'imposta proposte per il 2001 sembrano quindi compatibili con gli obiettivi programmati.

La tabella 2.3 indica anche la composizione degli interventi da attuarsi con la manovra finanziaria per il 2001, che dovrebbe, per i suoi effetti espansivi, ridurre l'avanzo primario da 149.100 miliardi (previsione a legislazione vigente) a 124.500 miliardi (obiettivo). In particolare, le misure di riduzione dell'avanzo primario ammonterebbero a 32.600 miliardi; ad esse si accompagnerebbero interventi di aumento dell'avanzo primario per 8.000 miliardi.

2.2 La manovra finanziaria per il 2001

La tabella 2.4 illustra, in termini generali, la manovra finanziaria per il 2001, così come è presentata nei documenti ufficiali. La parte più cospicua è costituita dalle misure che producono una riduzione dell'avanzo primario e consistono in sgravi fiscali e contributivi, in interventi per il sostegno degli investimenti ed in maggiori spese correnti.

TAB. 2.4 – La manovra finanziaria per il 2001
(miliardi di lire)

Avanzo primario a legislazione vigente	149.100
Interventi di riduzione dell'avanzo primario	32.600
- sostegno agli investimenti	3.800
- riduzioni fiscali e contributive	22.400
- maggiori spese correnti	6.400
Interventi di aumento dell'avanzo primario	8.000
- riduzione consumi intermedi	5.590
- maggiori entrate	1.296
- altre misure	1.114
Avanzo primario obiettivo	124.500
In % del PIL	5,3

La classificazione ufficiale degli interventi proposti (e relative quantificazioni) non consente però di cogliere compiutamente l'effettiva struttura della manovra. A titolo di esempio, gli interventi di riduzione dell'avanzo primario sono valutati al netto di altre misure, che producono un aumento dell'avanzo primario (misure specifiche ed anche effetti positivi sulle entrate

indotti dalla manovra stessa). Pertanto, ai fini di una più precisa descrizione della manovra, nei paragrafi che seguono le disposizioni che la compongono saranno divise in due gruppi, a seconda che riguardino le entrate o le spese pubbliche e, per ciascun gruppo, verranno evidenziate le variazioni in aumento e in riduzione .

Interventi sulle entrate tributarie e contributive - Il complesso degli interventi sulle entrate (TAB. 2.5) dovrebbe produrre nel 2001 una perdita di gettito tributario e contributivo, stimata in circa 29.000 miliardi, cui si accompagna un aumento del gettito, per circa 10.000 miliardi, che, in parte, derivano da disposizioni specifiche ed, in parte, da effetti secondari di alcune disposizioni di aumento delle spese. Le minori entrate nette nel 2001 sarebbero pertanto pari a 19.481 miliardi.

TAB. 2.5 – Interventi sulle entrate ed effetti indotti
(miliardi di lire)

	2001	2002	2003
Minori entrate	-29.340	-36.990	-40.753
- riduzioni fiscali e contributive	-27.840	-33.990	-36.753
- incentivi fiscali investimenti ex L.488/92	-1.500	-3.000	-4.000
Maggiori entrate misure specifiche	+5.694	+4.132	+3.603
- limiti ai rimborsi	+2.500	0	0
- entrate da giochi	+2.940	+3.480	+3.253
- altre	+524	+652	+221
Dismissioni immobiliari	+800	+500	0
Effetti indotti da aumenti di spesa	+3.365	+3.681	+3.474
Totale minori entrate nette	-19.481	-28.677	-33.676

Per maggiore chiarezza, sembra opportuno specificare che l'importo di 22.400 miliardi, cifra ufficiale degli sgravi fiscali e contributivi, riportato nella tabella 2.4, si ottiene dalla tabella 2.5 sottraendo dalle riduzioni fiscali e contributive (27.840 miliardi) le maggiori entrate da giochi e dai limiti ai rimborsi (2.940+2.500 miliardi).

Le norme che hanno l'obiettivo di ridurre il carico fiscale sulle famiglie e sulle imprese sono descritte in dettaglio nella tabella 2.6, che riporta gli effetti dei provvedimenti anche nel 2002 e nel 2003.

Un primo insieme di interventi concerne l'imposta sul reddito delle persone fisiche, con la riduzione delle aliquote, l'aumento delle detrazioni e

l'esenzione della prima casa. In particolare, sono state proposte le seguenti modifiche:

- a) ampliamento del primo scaglione da 0-15 milioni a 0-20 milioni;
- b) aumento delle detrazioni per i redditi da lavoro dipendente e autonomo e d'impresa minore;
- c) riduzione, per il 2001, dell'aliquota del secondo scaglione (da 20 a 30 milioni) dal 25,1% al 24% e riduzione dell'aliquota del terzo scaglione (da 30 a 60 milioni) dal 33,1% al 32%;
- d) riduzione dell'acconto dal 95% all'87%;
- e) ulteriori riduzioni di aliquote nel 2002 e nel 2003.

TAB. 2.6 – Riduzioni fiscali e contributive (miliardi di lire)

	2001	2002	2003
Minori entrate			
Revisione Irpef ed esenzione prima casa	12.196	19.815	20.400
Riduzione aliquota ed acconto Irpeg	3.712	0	2.083
Esenzione biodiesel	1.983	0	0
Unificazione imposte energia elettrica	1.094	527	816
Proroga IVA 10% ristrutturazioni edilizie	860	80	0
Irap	3.080	1.960	1.960
Riduzione oneri sociali	2.212	2.675	2.751
Credito fiscale agli investimenti	700	2.230	2.330
Ulteriore credito investimenti ex L.488/92	1.500	3.000	4.000
Incentivi per l'occupazione	884	1.716	2.548
Altre agevolazioni attività d'impresa	0	3.113	2.278
Proroga agevolazione ristrutturaz. edilizia	0	1.455	930
Altre agevolazioni	1.119	409	657
Totale	29.340	36.990	40.753

La scala delle aliquote dell'IRPEF risulterebbe la seguente:

Scaglioni IRPEF	Aliquote vigenti	Aliquote 2001	Aliquote 2002	Aliquote 2003
Fino a 15	18,1%	18,0%	18,0%	18,0%
Da 15 a 20	25,1%	18,0%	18,0%	18,0%
Da 20 a 30	25,1%	24,0%	23,0%	22,0%
Da 30 a 60	33,1%	32,0%	32,0%	32,0%
Da 60 a 135	39,1%	39,0%	38,5%	38,0%
Oltre 135	45,1%	45,0%	44,5%	44,0%

Il complesso di questi interventi dovrebbe produrre riduzioni d'imposta crescenti nel periodo considerato, da circa 12.000 miliardi nel 2001 a 20.000 miliardi nei due anni successivi.

Un secondo insieme di provvedimenti riguarda la tassazione dei redditi d'impresa e di lavoro autonomo, con l'obiettivo di incentivare crescita e occupazione. In quest'ambito, il Governo ha proposto innanzitutto la riduzione dell'aliquota dell'IRPEG al 36%, nel 2001 e nel 2002, e al 35% nel 2003; verrebbe parallelamente ridotta la misura del credito d'imposta sui dividendi dal 58,73% al 56,25% e al 53,85%. Per il 2001, è prevista anche la riduzione dell'acconto dal 98% al 93%. Le minori entrate sono calcolate in 3.700 miliardi circa nel 2001 e 2.100 miliardi nel 2003.

Ulteriori sgravi fiscali alle imprese discenderebbero dalle norme sull'IRAP, con la possibilità, per i contribuenti privati, di dedurre una quota fissa, pari a 10 milioni per imponibili fino a 350 milioni; la riduzione dell'acconto dal 98% al 95%; la proroga del regime agevolato per l'agricoltura (resta ferma l'aliquota del 1999, pari all'1,9%).

Sempre in relazione all'attività d'impresa, vanno considerate alcune disposizioni che manifesteranno i loro effetti solo a partire dal 2002. Si tratta innanzitutto dell'eliminazione del limite di riduzione dell'aliquota IRPEG, attraverso il meccanismo della DIT (che attualmente è del 27%, 20% per le società che si quotano), introdotta con il D. Lgs. n. 466/1997, per favorire la capitalizzazione delle imprese. In tal modo, scompare l'aliquota minima IRPEG ed il sistema agevolativo dovrebbe diventare più efficace ed anche di più semplice applicazione.

In secondo luogo, viene proposta una norma che consenta di equiparare il sistema di tassazione degli imprenditori individuali e delle società di persone, con regime di contabilità ordinaria, al sistema di tassazione vigente per le persone giuridiche; più precisamente, verrebbe concessa a queste figure la facoltà di richiedere la separazione dell'imposizione del reddito d'impresa - da assoggettare a tassazione proporzionale - da quella del reddito dell'imprenditore, dei collaboratori familiari e dei soci - da assoggettare a tassazione progressiva, con riconoscimento del credito d'imposta per l'imposta assolta dall'impresa.

In terzo luogo, si prevede l'introduzione di un regime agevolato per le persone fisiche esercenti attività che rientrano nel campo d'applicazione degli studi di

settore; le agevolazioni consistono nella riduzione degli obblighi documentali e contabili nonché nell'assistenza negli adempimenti tributari da parte dell'Amministrazione finanziaria o di soggetti abilitati ai sensi di legge.

Infine, il DDL finanziaria contiene una disposizione per l'introduzione di un regime agevolato per le persone fisiche che intraprendono, sotto certe condizioni, un'attività artistica o professionale o d'impresa; tale regime consisterebbe nel pagamento di un'imposta sostitutiva dell'IRPEF, nella misura dell'1% del reddito di lavoro autonomo o d'impresa, realizzato nel periodo in cui l'attività è iniziata e nei due periodi d'imposta successivi.

L'insieme di questi interventi darebbe luogo a riduzioni d'imposta per circa 3.000 miliardi nel 2002 e 2.300 miliardi nel 2003.

Al fine di sostenere gli investimenti nelle aree svantaggiate, per le imprese che effettueranno nuovi investimenti fino al 2006, è proposto un credito d'imposta pari al volume massimo di sovvenzione previsto dalle norme comunitarie, utilizzabile a compensazione degli obblighi fiscali.

Analogamente, per incentivare l'incremento dell'occupazione, ai datori di lavoro che, tra il 1° ottobre 2000 e il 31 dicembre 2003, assumeranno nuovi dipendenti o trasformeranno lavoratori a tempo determinato in lavoratori con contratto a tempo indeterminato, viene concesso un credito d'imposta, pari a 800.000 lire mensili per ciascun nuovo lavoratore con contratto di lavoro dipendente a tempo indeterminato. Con una funzione più generale di miglioramento della competitività della struttura produttiva italiana, viene disposta una riduzione del costo del lavoro, attraverso la riduzione degli oneri sociali: a decorrere dal 1° gennaio 2001 sarebbe riconosciuto ai datori di lavoro un esonero dal versamento dei contributi sociali per assegni familiari da essi dovuti pari a 0,8 punti percentuali.

Un altro insieme di misure concerne la tassazione dei prodotti energetici. In dettaglio, le proposte riguardano: l'esenzione dall'accisa del cosiddetto "biodiesel"; la riduzione delle aliquote delle accise sui prodotti petroliferi, dal 1° gennaio al 30 giugno 2001; le agevolazioni sui prodotti energetici (gasolio e gpl) utilizzati nelle zone montane, sempre nel periodo dal 1° gennaio al 30 giugno 2001; la razionalizzazione delle imposte sull'energia elettrica, con la soppressione dell'addizionale erariale e la modificazione delle aliquote e del sistema di agevolazioni.

Infine, vanno ricordati gli interventi per il recupero del patrimonio edilizio, attraverso la proroga, per il 2001, delle norme che consentono la detrazione del 36% della spesa e l'applicazione dell'aliquota IVA al 10%.

Per quanto riguarda le maggiori entrate, le disposizioni specifiche contenute nel DDL finanziaria avrebbero effetti per circa 5.900 miliardi, derivanti dall'incremento delle entrate da giochi (2.940 miliardi), dai limiti ai rimborsi (2.500 miliardi), dall'aumento della base imponibile IRPEG (attraverso l'indeducibilità delle spese per convegni medici dai redditi delle imprese, 370 miliardi). A questi si aggiungerebbero gli introiti della dismissione di beni immobili per 800 miliardi.

Ulteriori maggiori entrate sono, invece, collegate alle maggiori spese per i rinnovi contrattuali nel pubblico impiego ed all'indicizzazione delle pensioni: dunque si tratta di "effetti indotti". Essi sono stimati in 3.365 miliardi e consistono in maggiori ritenute erariali tributarie e contributive, derivanti dall'aumento delle retribuzioni dei dipendenti pubblici e delle pensioni.

Interventi sulle spese - La manovra finanziaria per il 2001, come si è accennato, contiene anche disposizioni che producono aumenti e riduzioni di spese (TAB. 2.7).

TAB. 2.7 – Interventi sulle spese (miliardi di lire)

	2001	2002	2003
Maggiori spese correnti	+8.723	+9.143	+9.434
- rinnovi contrattuali	+5.220	+3.948	+3.948
- pensioni	+1.383	+1.527	+1.819
- politiche sociali	+495	+720	+611
- altri interventi	+1.625	+2.948	+3.056
Maggiori spese in conto capitale	+2.300	+4.500	+5.500
- L. 488	+500	+1.000	+1.000
- nuovi investimenti	+1.800	+3.500	+4.500
Minori spese correnti	-5.904	-6.860	-8.410
- acquisti di beni e servizi	-5.590	-6.120	-7.200
- altre misure	-314	-740	-1.210
Totale maggiori spese nette	+5.119	+6.783	+6.524

In particolare, le maggiori spese correnti ammonterebbero a 8.723 miliardi, provenienti per la maggior parte dagli oneri per i rinnovi contrattuali nel pubblico

impiego (5.220 miliardi) e dagli interventi proposti nel settore previdenziale (1.383 miliardi), per l'adeguamento all'inflazione delle prestazioni e l'aumento dell'attuale maggiorazione sociale dei trattamenti pensionistici. Come parte qualificante della manovra sulle spese, nel DDL finanziaria sono inserite anche disposizioni nel campo delle politiche sociali, che concernono la sperimentazione del reddito minimo d'inserimento e le agevolazioni ai genitori di soggetti con gravi forme di handicap e ai lavoratori portatori di handicap.

Un'altra parte interessante della manovra dal lato della spesa concerne il sostegno degli investimenti. Nel 2001 risorse per circa 500 miliardi dovrebbero essere destinate al rifinanziamento della L. 488/1992, che prevede la concessione di incentivi finanziari sotto forma di contributi in conto capitale per gli investimenti nelle aree depresse. E' interessante osservare che le imprese hanno, nel nuovo ordinamento, l'opzione tra utilizzo del credito di imposta (se dispongono di mezzi propri di finanziamento) e ricorso ai finanziamenti della L. 488/92. La ripartizione dei benefici complessivi tra minori entrate fiscali e maggiori spese si presenta, quindi, un po' arbitraria. Altri 1.800 miliardi sarebbero destinati al finanziamento di nuovi progetti di investimento. Nel triennio 2001-2003 le risorse destinate a spese in conto capitale (incentivi alle imprese ed investimenti pubblici) ammonterebbero a circa 12.000 miliardi.

Le maggiori spese correnti ed in conto capitale sarebbero in parte compensate da riduzioni di spese per circa 6.000 miliardi, che discenderebbero per la quasi totalità dalle disposizioni per razionalizzare gli acquisti di beni e servizi da parte delle amministrazioni centrali e locali.

Con la finanziaria per il 2001 sembra inoltre continuare il processo di controllo della spesa pubblica attraverso norme che riguardano settori particolari. Ad esempio, in materia di spese per il personale, viene confermato anche per il 2002 e il 2003 l'obiettivo della riduzione del numero dei dipendenti pubblici; per quanto concerne gli enti decentrati, il contributo al perseguimento degli obiettivi di finanza pubblica si concretizza nell'introduzione di un limite massimo alla crescita delle spese correnti; similmente, per le istituzioni scolastiche, sono prorogate al 2002 le disposizioni, introdotte dal 1998, che consentono il monitoraggio ed il controllo dei flussi di cassa.

In sintesi la manovra finanziaria per il 2001 si configura come segue:

Avanzo primario a legislazione vigente	149.100
Minori entrate	-29.340
Maggiori spese	-11.023
Maggiori entrate	+9.859
Minori spese	+5.904
Avanzo primario obiettivo	124.500

In conclusione, sembra opportuno ricordare che il Governo, con il D.L. n. 268/2000, ha deciso di anticipare al 2000 gli effetti di alcune riduzioni d'imposta descritte nei paragrafi precedenti².

2.3 Le opzioni per il 2001

Le proposte del Governo con la finanziaria per il 2001 hanno suscitato un dibattito vivace, non solo di carattere politico. Pur senza entrare nel merito delle critiche né assumere la veste di difensori della manovra, può essere utile qualche riflessione sulle opzioni possibili per il 2001.

La prima scelta che il Governo ha compiuto riguarda l'utilizzo del cosiddetto "bonus fiscale", cioè delle maggiori entrate tributarie rispetto alle previsioni (26.800 miliardi nel 2001), che, come si è detto, dovrebbero essere in buona parte restituite ai contribuenti sotto la forma prevalente di sgravi fiscali e contributivi. In alternativa, tali maggiori entrate avrebbero potuto essere acquisite al bilancio pubblico, in tutto o in parte, con lo scopo di un ulteriore miglioramento dei saldi di finanza pubblica. In teoria, nell'ipotesi di manovra zero sulle entrate (né riduzioni né aumenti) e, a parità di manovra sulle spese (aumenti di spese

² Più precisamente, il decreto prevede l'applicazione al periodo d'imposta in corso delle aliquote e delle detrazioni IRPEF, proposte per il 2001; la riduzione, nella misura prevista per il 2001, degli acconti IRPEF, IRPEG; la sospensione per il 2000 dell'aumento annuale delle accise sugli oli minerali; la riduzione, per il periodo dal 3 ottobre al 31 dicembre 2000, delle accise sui combustibili da riscaldamento e da autotrazione; l'introduzione delle agevolazioni ulteriori sui prodotti petroliferi per le zone montane, la riduzione delle accise sui carburanti agricoli.

correnti e in conto capitale e riduzioni di spese correnti), si sarebbe potuto raggiungere il pareggio di bilancio, o un modesto avanzo, fin dal prossimo anno. Questa opzione non sarebbe stata tuttavia coerente con l'obiettivo di riduzione, o almeno di stabilità, della pressione fiscale né con l'obiettivo di favorire e stimolare la crescita dell'economia.

La decisione di dare un orientamento espansivo alla politica di bilancio non sembra, comunque, sulla base dei dati contenuti nei documenti ufficiali, incompatibile con una ulteriore riduzione del rapporto tra indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche e PIL allo 0,8% nel 2001, un livello più basso rispetto a quello fissato nel mese di giugno, pari all'1%. E' difficile valutare ora se quest'obiettivo sia effettivamente realizzabile, anche perché non vi è ancora certezza sugli esiti del 2000. Al riguardo, il consuntivo del settore pubblico nei primi sei mesi dell'anno non sembra evidenziare problemi rilevanti, in quanto l'evoluzione della spesa complessiva appare in linea con le previsioni; in particolare, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche nel primo semestre del 2000 è stato stimato in 36.400 miliardi, contro i 73.800 del primo semestre del 1999.

La seconda scelta del Governo riguarda la struttura della manovra, sotto due profili.

Il primo concerne la composizione tra entrate e spese delle misure proposte; il contenuto espansivo della manovra deriva per la maggior parte da riduzioni di entrate. In alternativa, a parità di obiettivi sui saldi di finanza pubblica, le maggiori entrate avrebbero potuto essere utilizzate per finanziare maggiori spese correnti e in conto capitale, secondo un'impostazione comunque non coerente né con l'obiettivo di riduzione della pressione fiscale né con quello del controllo dei flussi di spesa.

Il secondo profilo concerne la composizione della manovra sulle entrate, in particolare la distribuzione degli sgravi fiscali tra i diversi settori dell'economia. Al riguardo, si sarebbero potute adottare anche soluzioni diverse da quella prescelta dal Governo, che ha ritenuto di non concentrare le maggiori risorse disponibili su un unico comparto. Ad esempio, si sarebbe potuto procedere ad una maggiore riduzione dell'imposta sui redditi personali, con una revisione più profonda di aliquote e detrazioni, come era avvenuto, sia pure per ragioni diverse, nel 1983, nel 1986 e nel 1989; in questo caso, gli effetti sull'economia sarebbero

derivati essenzialmente da un aumento del reddito disponibile delle famiglie, soprattutto di quelle più numerose e meno abbienti. Al contrario, gli interventi di sgravio avrebbero potuto essere concentrati sulle imprese e assumere la forma prevalente di incentivi agli investimenti e all'occupazione, attraverso una più consistente riduzione dell'aliquota dell'IRPEG e misure più drastiche sul costo del lavoro.

La soluzione prescelta, come si è detto, è intermedia ed è ovviamente il frutto non solo di motivazioni di origine economica, ma anche di ragioni politiche che cercano di tenere conto delle diverse istanze espresse dalle famiglie, dalle imprese, dalle fasce più deboli della popolazione.

3. MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE BANCARIA*

Nel secondo quadrimestre di quest'anno la politica monetaria dell'UME è diventata, per quanto riguarda la gestione dei tassi, progressivamente più restrittiva. I tassi ufficiali hanno infatti subito due aumenti a distanza ravvicinata, il 31 agosto ed il 5 ottobre 2000, di un quarto di punto ciascuno: essi hanno portato il corridoio dei tassi a collocarsi sul livello di 3,75% - **4,75%** - 5,75%. Sommandosi agli interventi effettuati dallo scorso novembre, questi aumenti hanno portato ad un incremento complessivo dei tassi ufficiali di 2,25 punti percentuali nell'arco di un anno. L'aumento del grado di restrizione monetaria risulta in parte compensato dall'aumento dell'inflazione e dal deprezzamento del tasso di cambio.

L'origine degli interventi sui tassi, va individuata, secondo le indicazioni fornite dalle stesse autorità monetarie, nella necessità di scongiurare la ripresa di aspettative inflazionistiche, che potrebbero essere alimentate dalla permanenza del tasso corrente d'inflazione al di sopra del valore-limite del 2% per un periodo di tempo prolungato. Il tasso di crescita dei prezzi al consumo nell'area-euro, al 2,3% in agosto, è risultato, in accordo con le previsioni, ancora più elevato in settembre (2,8%).

Come la stessa BCE ha infatti sostenuto, l'attuale grado di restrizione della politica monetaria è derivato dalle preoccupazioni per l'andamento di entrambi i "pilastri" di riferimento della sua strategia. Da un lato, infatti, la crescita di M3, anche se in flessione, è proseguita a tassi significativamente superiori al valore obiettivo (fissato al 4,5 per cento): in agosto (ultimo dato disponibile) il tasso di crescita dell'aggregato ampio di moneta risultava del 5,3 per cento (media mobile trimestrale). A questo va aggiunta l'osservazione che lo *stock* di moneta è ancora particolarmente elevato.¹ Dall'altro lato, la batteria di indicatori del secondo "pilastro" indicava una probabile accelerazione della crescita dei prezzi. Il credito

* A cura di G. Verga, A. Baglioni, G. Mastromatteo e A. Patarnello.

¹ "Al fine di valutare la situazione di liquidità complessiva nell'area-euro, si deve riconoscere che, a causa della protratta deviazione della crescita della M3 dal suo valore di riferimento - in atto dall'inizio della terza fase dell'unione monetaria -, il livello effettivo dello *stock* di M3 risulta molto superiore a quello implicito nel valore di riferimento. Pertanto, come risulta anche dalla continua forte domanda di credito da parte del settore privato, la liquidità nell'area-euro è rimasta elevata fino all'inizio dell'estate (Duisenberg W., *Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, 12 settembre 2000 - nostra traduzione)."

al settore privato presentava tassi di incremento prossimi al 10 per cento; in agosto il tasso di crescita annuo di questo aggregato risultava dell'8,6 per cento. Sul lato dell'offerta aggregata, poi, le imprese si trovavano di fronte a una ripresa della domanda e della produzione, proprio in concomitanza con una significativa crescita del prezzo del petrolio, imputabile sia all'aumento del prezzo in dollari del petrolio (del 40% circa tra aprile e settembre), sia al deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro (7,9 per cento sempre tra aprile e settembre). Le preoccupazioni per l'aumento dei prezzi all'importazione risultavano attenuate per il fatto che i prezzi al consumo, a quanto sembra, hanno risentito solo degli effetti "diretti" dell'aumento di prezzo dei beni energetici. Sul lato della domanda aggregata, pericoli di una accelerazione della crescita dei prezzi potevano derivare dal surriscaldamento delle economie europee e più precisamente dal fatto che queste economie hanno sperimentato nel secondo quadrimestre tassi di crescita più sostenuti del previsto

Riguardo all'aumento del prezzo del petrolio, la BCE ha più volte sottolineato che si tratta di uno *shock* esterno, la cui ripercussione sui prezzi è inevitabile nel breve periodo; tuttavia, quello che vuole evitare è che esso generi comportamenti che ne amplifichino gli effetti e che ne rendano permanente l'impatto inflazionistico: a questo fine, è essenziale che non vi sia un aumento delle aspettative d'inflazione relative al medio periodo.²

Per quanto riguarda il cambio, invece, le crescenti preoccupazioni, non solo della BCE ma anche delle altre banche centrali, hanno portato all'intervento del 22 settembre sul mercato dei cambi. Si è trattato di un intervento concertato con le anche centrali di USA, Giappone, Regno Unito e Canada: un intervento isolato da parte della BCE ben difficilmente avrebbe avuto successo. Pur non essendo un obiettivo esplicito della BCE, il mantenimento del cambio al di sopra di una certa soglia infatti è divenuto necessario per assicurare la stabilità dei prezzi.

² "La politica monetaria non può compensare le pressioni [esterne] di breve periodo sui prezzi al consumo. Deve però garantire che le temporanee deviazioni dalla definizione ufficiale di stabilità dei prezzi non si trasformino in aspettative inflazionistiche di lungo periodo, assicurando così che esse restino effettivamente transitorie. In questo senso è cruciale assicurare che le pressioni di breve periodo provenienti dai prezzi delle importazioni non conducano a una più protratta crescita dell'indice dei prezzi al consumo in un periodo di forte crescita economica (Duisenberg W., *Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, 12 settembre 2000 – nostra traduzione)."

La gestione relativamente più restrittiva della politica monetaria sembra avere avuto successo, anche se il mancato avvio del tradizionale ciclo di trasferimento dell'aumento dei prezzi all'importazione sui costi di produzione non sembra potersi interamente attribuire alle virtù della BCE. La sostanziale stabilità dei tassi d'interesse a lungo termine – con il tasso a 10 anni che continua a collocarsi al di sotto del 5,5% - indica che non si sono sviluppate aspettative di ripresa dell'inflazione.

Al contrario, gli interventi messi in atto dalla BCE non hanno avuto effetti significativi sul corso dell'euro: non l'aumento dei tassi e nemmeno gli interventi sui mercati dei cambi che, per loro natura, hanno effetti solo di breve periodo.

Sul piano tecnico, notiamo che l'asta a tasso variabile - utilizzata a partire dal mese di luglio nelle operazioni di rifinanziamento principali - consente di mettere in evidenza ex-post quali fossero le aspettative del mercato nei giorni precedenti gli interventi sui tassi ufficiali. Nel caso del provvedimento del 31 agosto, si può valutare che le aspettative erano orientate verso un intervento di maggiore entità rispetto all'aumento di un quarto di punto operato dalla BCE: il tasso medio nell'operazione immediatamente precedente si collocava infatti al 4,71% (contro un tasso minimo del 4,25%), indicando che tra gli operatori prevalevano le attese di un aumento di mezzo punto. Al contrario, nel caso del provvedimento del 5 ottobre, si può valutare che esso è risultato maggiormente in linea con le aspettative: l'asta precedente segnava un tasso medio del 4,68% (contro un tasso minimo del 4,50%), coerente con un aumento di un quarto di punto.

3.1 L'andamento degli aggregati monetari e creditizi

Il progressivo aumento dei tassi di *policy* comincia a manifestare i suoi effetti sulla crescita della moneta. Nel secondo quadrimestre dell'anno la crescita tendenziale di M3 dell'area-euro ha manifestato un progressivo rallentamento (TABB. 3.1 e 3.2), risultando a fine agosto pari al 5,6% (tendenziale annuo). Tale rallentamento è principalmente attribuibile al minor aumento della componente più liquida (M1) che a fine quadrimestre mostra un'espansione del 7,1%, contro l'11,2% di aprile: ciò può essere ricondotto al crescente costo opportunità del

detenere strumenti compresi in questo aggregato, a sua volta riconducibile all'aumento dei tassi di mercato.

La massa monetaria relativa al nostro Paese ha presentato un trend analogo all'intera area-euro, pur se in misura più contenuta. Infatti la nostra M3 cresceva a fine quadrimestre del 6,8% (contro il 7% di aprile), grazie alla minor salita di M1 (9,2% a fine quadrimestre, contro l'11,7% della fine del quadrimestre precedente).

TAB. 3.1 - Tassi di variazione annuale della moneta

		Area Euro			Italia		
		M1	M2	M3	M1	M2	M3
1999	Mar.	11,7	6,8	5,4	9,9	3,1	0,4
	Giug.	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	Mar.	10,0	5,0	6,5	10,7	6,3	5,1
	Apr.	11,2	5,4	6,6	11,7	7,4	7,0
	Mag.	8,6	4,6	5,9	10,6	7,0	7,1
	Giu.	6,8	4,1	5,3	6,8	4,4	5,3
	Lug.	6,7	3,5	5,1	7,5	5,2	6,2
	Ago.	7,1	4,1	5,6	9,2	6,0	6,8

Fonte: BCE, Bollettino mensile, Tav. 2.4; sett. 200 ed agg.

L'analisi dei flussi mensili della moneta nell'area-euro, al netto delle componenti stagionali, mette in risalto il progressivo rallentamento della crescita della moneta: infatti, si noti che nei mesi centrali dell'anno si sono evidenziate variazioni mensili negative, soprattutto sulla componente più liquida della moneta (M1).

Il ridimensionamento della crescita della componente liquida della moneta è confermato dalla progressiva decelerazione dei depositi nell'area-euro. A fine quadrimestre, infatti, l'aumento dei depositi risulta pari al 3,8%, contro il 5,4% del quadrimestre precedente. In particolare, la minore salita è strettamente collegata alla componente a vista, che nel quadrimestre è passata da un tasso tendenziale annuo di crescita del 13,8% ad uno dell'8,8%.

La componente obbligazionaria della raccolta risulta invece in aumento stabile rispetto alla fine del precedente quadrimestre (10,2% contro il 10,3% di aprile 2000).

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

		M1	M2	M3
1999	giug.	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.	0,7	0,4	0,9
	apr.	0,6	0,4	0,3
	mag.	-0,1	0,1	0,2
	giug.	-0,8	-0,3	-0,2
	lug.	0,7	0,4	0,6
	ago.	1,0	0,6	0,6

Fonte: BCE, Bollettino mensile, Tav. 2.4; sett. 200 ed agg.; valori destagionalizzati BCE

In termini di composizione percentuale, la riduzione della crescita dei depositi comporta una redistribuzione delle quote a favore delle obbligazioni, che attualmente rappresentano il 22,5% del totale della raccolta (22% a fine aprile). Nell'ambito dei depositi, la componente a vista scende dal 14,3% del totale della raccolta di fine aprile al 14% di fine agosto.

Il rallentamento dell'espansione dei depositi non ha assunto, in Italia, le stesse evidenti connotazioni che si sono riscontrate a livello dell'intera area-euro: il tasso di crescita nazionale è infatti sceso dal 10,8% all'8,2% nell'arco di quattro mesi, permanendo tuttavia su livelli elevati (TAB. 3.3). La componente a vista dei depositi mostra a sua volta un aumento meno vigoroso (dal 12,1% di aprile al 9,8% di agosto 2000), mentre la componente obbligazionaria evidenzia una salita del 9,8%, inferiore di un punto percentuale rispetto alla fine del primo quadrimestre dell'anno.

La composizione percentuale della raccolta, che in Italia è strutturalmente maggiormente spostata verso la componente obbligazionaria, evidenzia, nel quadrimestre, una redistribuzione delle quote a favore della stessa, passata dal 27% al 27,6% del totale nel periodo aprile – agosto 2000.

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

		Depositi*		Obbligazioni**
		Totale	A vista	
Area Euro				
1999	mar.	6,4	14,6	10,4
	giug.	5,8	14,7	11,1
	sett.	6,0	16,1	11,2
	dic.	5,5	10,8	11,9
2000	mar.	5,4	12,7	10,5
	apr.	5,4	13,8	10,3
	mag.	5,7	10,2	9,9
	giug.	4,3	7,3	9,1
	lug.	3,4	8,1	9,9
	ago.	3,8	8,8	10,2
quota agosto		77,5	14,0	22,5
Italia				
1999	mar.	-2,0	10,6	18,7
	giug.	1,2	9,2	11,8
	sett.	3,6	14,0	9,5
	dic.	6,8	10,4	8,2
	mar.	11,0	12,0	10,9
	apr.	10,8	12,1	10,8
	mag.	12,2	11,2	10,1
	giug.	9,4	6,9	9,6
	lug.	10,5	8,2	9,5
	ago.	8,2	9,8	9,8
quota agosto		72,5	36,1	27,6

* esclusi depositi dell'amministrazione centrale

** Incluse passività subordinate

Fonte: BCE, Bollettino mensile, Tav. 2.2, sett. 2000 ed agg.

Coerentemente con la politica monetaria restrittiva impostata dalla Banca Centrale Europea, il tasso di incremento annuo dei prestiti nell'area-euro ha mostrato segnali di rallentamento a partire da giugno. Alla fine del quadrimestre di riferimento, esso è risultato pari all'8,6%, contro il 9,4% del quadrimestre precedente.

Nonostante ciò anche nel secondo quadrimestre i prestiti bancari (TAB. 3.4) hanno segnato tassi di crescita superiori a quelli dei depositi: le banche si sono procurate le riserve necessarie tramite lo smobilizzo dei titoli.

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

		Prestiti	Titoli	Azioni
Area Euro				
1999	mar.	7,0	1,9	25,4
	giug.	7,7	0,4	27,4
	sett.	7,3	0,9	29,7
	dic.	7,3	4,6	27,2
2000	mar.	8,6	1,9	28,1
	apr.	9,4	0,6	27,1
	mag.	9,1	-1,4	26,4
	giug.	8,3	-1,8	19,8
	lug.	8,3	-2,7	22,3
	ago.	8,6	-4,2	22,9
Italia				
1999	mar.	7,4	0,9	28,0
	giug.	8,6	-3,5	20,0
	sett.	9,2	-5,5	21,0
	dic.	9,6	-4,7	28,0
2000	mar.	10,9	-9,0	28,9
	apr.	11,6	-8,7	21,8
	mag.	11,6	-10,4	16,2
	giug.	10,9	-11,3	29,3
	lug.	10,8	-12,1	35,5
	ago.	11,7	-12,8	36,7

Fonte: BCE, Bollettino mensile, Tav. 2.2, sett. 2000 ed agg.

Nel corso del quadrimestre, i titoli obbligazionari detenuti dalle banche dell'area-euro hanno evidenziato un andamento progressivamente decrescente (-4,2% il tasso tendenziale annuo a fine agosto 2000). Il portafoglio azionario, pur continuando a crescere a ritmi sostenuti (22,9% a fine quadrimestre), ha messo in luce un rallentamento.

Le tendenze presenti a livello europeo trovano solo parziale conferma nella realtà italiana. In particolare, il tasso di crescita dei prestiti si mantiene su livelli elevati (11,7%) allineati a quelli della fine del quadrimestre precedente (11,6%), non risentendo, quindi, delle recenti strette monetarie.

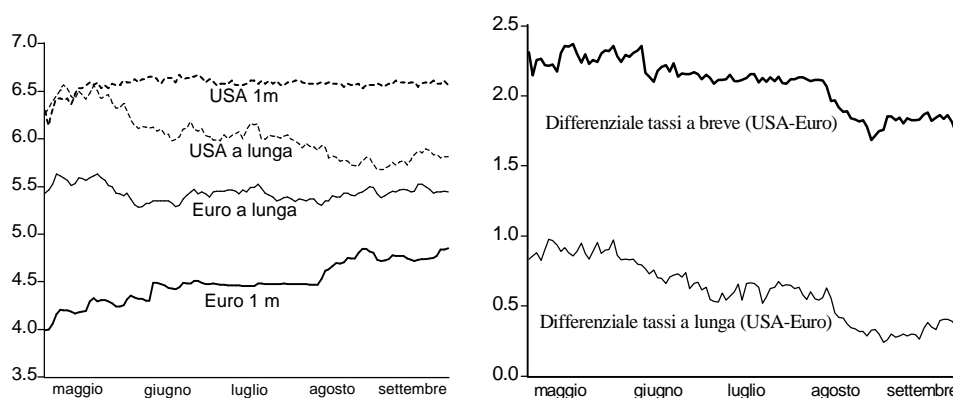
Per contro, il fenomeno dell'alleggerimento del portafoglio titoli obbligazionari delle banche risulta essere stato anticipato in Italia rispetto all'area-euro, dal momento che tassi di discesa del comparto sono osservabili sin da giugno 1999.

La crescita del comparto azionario risulta altresì molto evidente anche nella realtà italiana, dal momento che sperimenta un tasso di incremento del 36,7% a fine agosto.

3.2 I tassi di interesse nell'area Euro, le previsioni per i prossimi mesi e il problema del cambio.

Da giugno a ottobre 2000 i rendimenti dell'euribor sono proseguiti nella loro crescita, mentre per due volte la Banca Centrale Europea ha aumentato i tassi ufficiali di 0,25 punti; sono rimasti invece stabili i tassi a lunga. Il differenziale tra tassi europei ed americani si è così ridotto: negli USA, infatti, i tassi a breve sono rimasti fermi mentre quelli a lunga si sono abbassati (FIG. 3.1).

FIG. 3.1 - Tassi a breve e a lunga in Euro-11 e USA
(Periodo: maggio-settembre 2000)

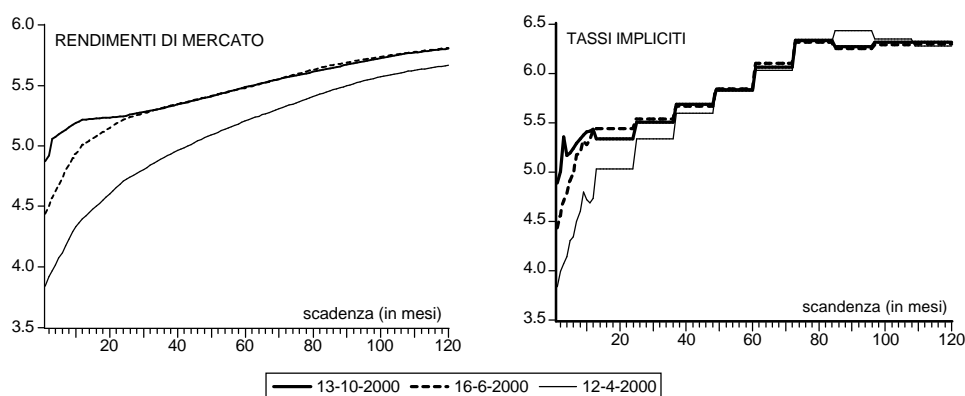


Fonte: Datastream

Il primo segmento della curva dei tassi d'interesse per scadenza si è ulteriormente appiattito: da giugno ad oggi sono aumentati solo i rendimenti inferiori ai due anni (FIG. 3.2). Ciò ha portato a un analogo mutamento nella corrispondente curva dei tassi impliciti: gli operatori si attendono ancora un incremento dei tassi a breve, ma molto più contenuto che nel passato. A questo proposito è opportuno sottolineare che, nel corso del 2000, le previsioni ricavate dalla struttura dei tassi d'interesse – che riflettono le opinioni degli operatori

sono risultate abbastanza corrette. Va infatti osservato che le aspettative al rialzo contenute nelle curve dei tassi impliciti della prima metà dell'anno, che allora apparivano eccessive rispetto alle stime provenienti da altre fonti, si sono dimostrate fondate. Persino i due aumenti del tasso ufficiale del 14 settembre e del 5 ottobre sono stati, in parte, anticipati dal mercato.

FIG. 3.2 - Struttura dei tassi per scadenza (fino a 12 mesi: euribor, oltre IRS)
(Periodo: maggio-settembre 2000)



Fonte: nostre elaborazioni su dati de *Il Sole 24 Ore*

Come risulta dalla figura 3.3, infatti, nei giorni precedenti i provvedimenti, il differenziale tra l'euribor a 1 mese e il tasso ufficiale è cresciuto rispetto al suo valore normale.³ In particolare, l'ultima variazione, giunta inattesa secondo l'opinione prevalente della stampa, era stata invece ritenuta probabile al 50% dagli operatori.

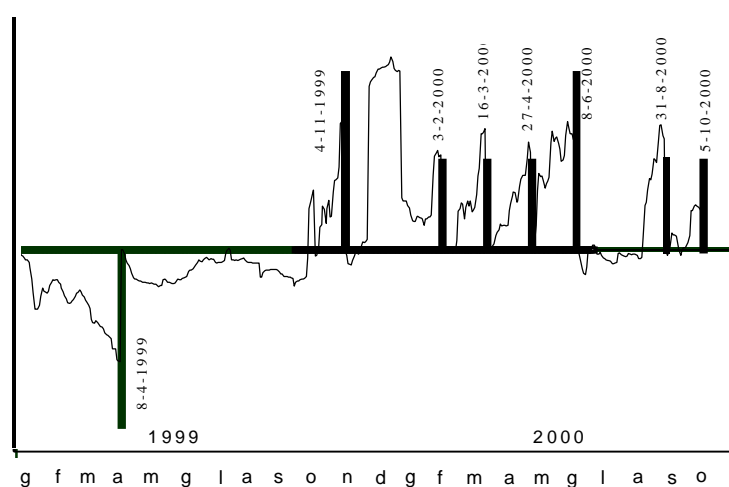
Tale ipotesi risulta confermata anche dalla tabella 3.5 che riporta le variazioni subite dall'euribor a cavallo delle modifiche del tasso ufficiale. Queste variazioni, che possono essere considerate una sorta di indicatore della "sorpresa" del mercato agli interventi di politica monetaria,⁴ risultano solitamente piuttosto

³ Il valore "normale" del differenziale è stato posto uguale al differenziale del giorno successivo a ogni intervento, nell'ipotesi che in quel giorno il differenziale non risenta più delle aspettative sull'andamento del REPO.

⁴ Si veda *Osservatorio Monetario* 2/2000 p. 39 e 40 per la spiegazione. Ovviamente le affermazioni qui riportate sono valide nell'ipotesi che le aspettative siano la principale variabile che determina la struttura dei tassi, come pure che l'impatto sui tassi qui considerati di altre variabili, come per esempio la liquidità, sia abbastanza contenuta. Anche a quest'ultimo proposito si ricordi che le serie dei dati sono state depurate da alcune punte anomale. Si noti che, normalmente, le variazioni di mezzo punto sono state sottovalutate, le successive di ¼ di punto

contenute e, nel caso dell'ultimo intervento, l'importo corrisponde a meno della metà della variazione del REPO. Il fatto che in questo caso la variazione dell'euribor sia stata maggiore per la scadenza settimanale che per quella a 1 e 3

FIG. 3.3 - Differenziale normalizzato tra euribor a un mese e REPO e variazioni del tasso ufficiale



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

mesi suggerisce quindi che parte degli operatori si aspettasse un rinvio della decisione. Questa è coerente con quanto sostenuto recentemente da Duisenberg il quale, rispondendo alla solita accusa di attuare una politica monetaria non-prevedibile, ha sostenuto che “.. il fatto che i tassi d’interesse sarebbero stati variati nel corso degli ultimi mesi del 2000 era ampiamente riconosciuto dal mercato: la sola sorpresa che i mercati e i *media* possono aver avuto è quella dell’esatto momento dell’intervento.”⁵

sopravvalutate. All’aumento di mezzo punto di giugno 2000 è seguito un periodo abbastanza lungo in cui non erano attesi ulteriori interventi della BCE. Nel caso di ottobre, lo *spread* è stato di circa la metà della variazione del REPO e quindi l’operazione era ritenuta probabile al 50% circa.

⁵ *ECB Press Conference*, 5 ottobre 2000, sezione *Questions and Answers* (nostra traduzione).

TAB. 3.5 - Variazione dell'euribor tra prima e dopo i provvedimenti della BCE e corrispondente variazione del Repo

Data del provvedimento	REPO		Euribor a una settimana		Euribor a un mese		Euribor a tre mesi	
	Tasso	Variaz.	Tasso	Variaz.	Tasso	Variaz.	Tasso	Variaz.
9/04/99	2,50	-0,50	2,75	-0,31	2,70	-0,27	2,70	-0,24
5/11/99	3,00	0,50	3,06	0,09	3,08	0,06	3,55	-0,01
4/02/00	3,25	0,25	3,34	0,08	3,37	0,02	3,54	0,00
17/03/00	3,50	0,25	3,58	-0,01	3,68	-0,04	3,82	-0,03
28/04/00	3,75	0,25	3,96	0,03	3,99	0,03	4,15	0,06
9/06/00	4,25	0,50	4,41	0,22	4,49	0,19	4,62	0,14
1/09/00	4,50	0,25	4,69	-0,09	4,73	-0,08	4,90	-0,06
6/10/00	4,75	0,25	4,88	0,12	4,91	0,08	5,09	0,04

Fonte: Datastream

La tabella 3.6, che riporta l'entità degli errori medi delle stime dell'andamento futuro dell'euribor ricavate dai tassi impliciti, fornisce un'ulteriore indicazione sulla capacità previsiva della struttura dei rendimenti.⁶ Le stime risultano leggermente migliori per le scadenze più brevi e, com'è ovvio, peggiorano quanto più è lontano il futuro a cui si riferiscono. L'errore, comunque, cresce meno che proporzionalmente all'ampiezza dell'intervallo che intercorre tra il momento della previsione e quello dell'andamento effettivo:⁷ per le previsioni effettuate con sei mesi di anticipo esso è stato dell'ordine di mezzo punto e, nel corso del 2000, risulta spesso inferiore a quello di alcuni istituti di ricerca. In base a queste osservazioni si può quindi concludere che la struttura dei tassi rimane uno strumento utile per conoscere, almeno in via approssimata, le aspettative degli operatori sull'andamento futuro dei rendimenti. Come già fatto in altri numeri dell'*Osservatorio Monetario* si è allora provveduto a stimare, per alcune scadenze, il profilo previsto per i prossimi mesi (FIG. 3.4) coerente con i tassi impliciti del 18 ottobre 2000.

⁶ Dato il rendimento R_m dell'euribor a M mesi e il rendimento R_n dell'euribor a n mesi (con $n > m$), il tasso implicito $RI_{m \times n} = (n R_n - m R_m) / (n - m)$ rappresenta la stima del valore che avrà dopo m mesi il rendimento dell'euribor a scadenza (n - m).

⁷ La relazione empirica trovata (errore della stima proporzionale alla radice quadrata dell'intervallo di previsione) ha una sua interpretazione teorica ben precisa. Per le proprietà statistiche dello scarto quadratico medio, essa è riconducibile al fatto che le informazioni che giungono al mercato e ne fanno cambiare le opinioni sono essenzialmente di natura casuale.

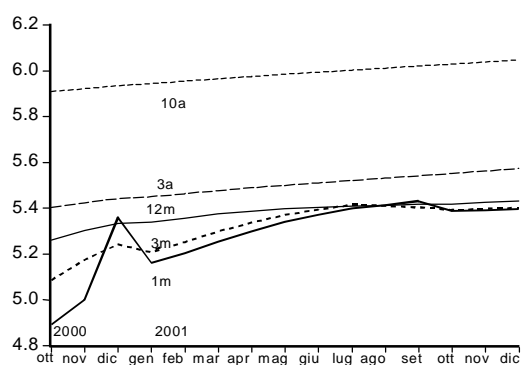
TAB. 3.6 - Errore medio delle differenze tra euribor e tassi impliciti
(periodo gennaio 1999 – settembre 2000)

Orizzonte della previsione (in mesi)	Scadenza dell'euribor (in mesi)					
	1 m	2 m	3 m	4 m	5 m	6 m
1 m	0,04	0,03	0,01	0,02	0,04	0,05
2 m	0,11	0,12	0,16	0,18	0,20	0,21
3 m	0,24	0,26	0,30	0,33	0,35	0,37
4 m	0,34	0,37	0,41	0,44	0,47	0,49
5 m	0,43	0,46	0,51	0,54	0,58	0,61
6 m	0,48	0,52	0,57	0,61	0,65	0,68

Fonte: nostre elaborazioni su dati di fonte Datastream

Si riconferma che la tendenza alla crescita dei rendimenti si è attenuata, anche se, in riferimento alla fine del 2000, si nota un'anomalia nel tasso a breve, probabilmente dovuta a timori di liquidità e comunque destinata ad essere rapidamente riassorbita. Tale profilo, a differenza di quanto era avvenuto fino a giugno, non differisce molto da quello previsto dalla maggior parte degli istituti di ricerca.

FIG. 3.4 - Andamento futuro dei tassi euro ricavato dai tassi impliciti



Fonte: Nostra elaborazione sui dati de *Il sole 24 ore* del 18-10-2000

Alle stesse conclusioni sull'andamento dei tassi si arriva anche considerando il valore dei vari rendimenti FRA (*forward rate agreements*) e i tassi impliciti dei derivati sugli EONIA (TAB. 3.7).

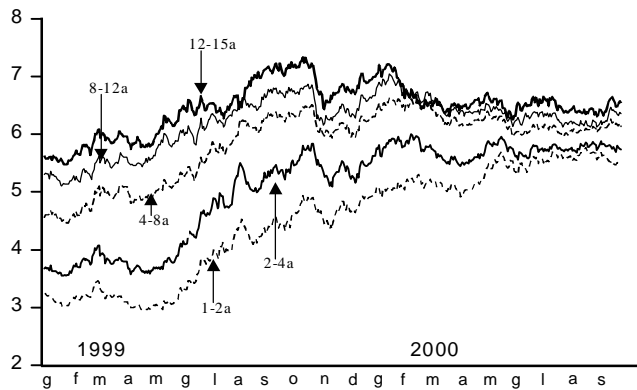
TAB. 3.7 - Tassi impliciti e tassi futures sull'euro

Tasso:	3 mesi	3×6 m.	6×9 m.	9×12 m.	12×18m.	18×24m.
Impliciti euribor	5,04	5,19	5,29	5,38	-	
Impliciti Eonia (Bid)	4,97	5,13	5,26	5,32	-	
FRA (Bid)	-	5,11	5,16	5,18	5,27	5,29
Euro swaps (Bid)	5,32				5,37	

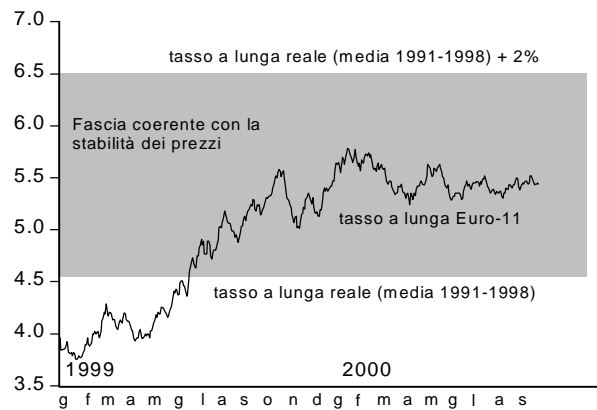
Fonte: nostre elaborazioni su dati di *Milano Finanza* del 21 ottobre 2000

Per quanto riguarda le aspettative inflazionistiche, particolarmente rilevanti sono invece le informazioni fornite dall'analisi dei tassi impliciti degli IRS (*interest rate swaps*) (FIG. 3.5) che, com'è noto, forniscono informazioni sulle aspettative a medio/lungo termine. Nonostante l'aumento dei prezzi internazionali dei prodotti energetici (petrolio in particolare) e il deprezzamento dell'euro, e nonostante la ripresa economica in atto, le previsioni a media/lunga scadenza sull'*andamento* futuro dei tassi si sono mantenute su un trend pressoché orizzontale, indicando che le aspettative inflazionistiche di medio-lungo periodo non sono mutate. Come già osservato all'inizio del capitolo, questo fatto rappresenta un punto a favore della credibilità antinflazionistica della nostra Banca Centrale; a questo si aggiunga l'osservazione che non solo la dinamica, ma anche il *livello* dei tassi a lunga della zona-euro è, al momento, coerente con l'obiettivo della BCE: se si aggiunge un 2% al tasso reale medio prevalente in Francia e Germania a partire dal 1991, si arriva a un valore superiore a quello dell'attuale tasso a lunga nominale (FIG. 3.6).⁸

⁸ Allo stesso risultato si arriva utilizzando il solo dato tedesco, sia calcolato per gli anni 1991-1998, sia per l'intero ventennio 1978-1998. A questo proposito si osservi che recentemente il Presidente della BCE ha affermato che, nonostante la ripresa dell'inflazione, non ritiene necessario modificare la definizione di stabilità dei prezzi introdotta nel 1998: "... non prevediamo di rivedere la definizione ufficiale di stabilità dei prezzi, che corrisponde a un'inflazione inferiore al 2%. Tale definizione implica che dobbiamo spiegare perché ci possono essere shock esterni che portano il tasso d'inflazione effettivo sopra quel valore, cosa che a volte può accadere e che abbiamo già previsto che possa accadere. ... La verità è che, anche se la *core inflation* [componente interna dell'inflazione] è salita un po' nei mesi recenti, essa rimane ben sotto il limite del 2% e che, attualmente, abbiamo un temporaneo sfondamento del limite da parte del tasso effettivo d'inflazione [misurato in base all'indice armonizzato dei prezzi al consumo] che può, come ho già detto, durare ancora per qualche tempo. ... (*ECB Press Conference*, 19 ottobre 2000, Sezione *Questions and Answers* - nostra traduzione)".

FIG. 3.5 Evoluzione dei tassi impliciti degli IRS

Fonte: nostra elaborazione sui dati Datastream

FIG. 3.6 Andamento del tasso a lunga e fascia coerente con la stabilità dei prezzi

Fonte: nostra elaborazione sui dati Datasteram

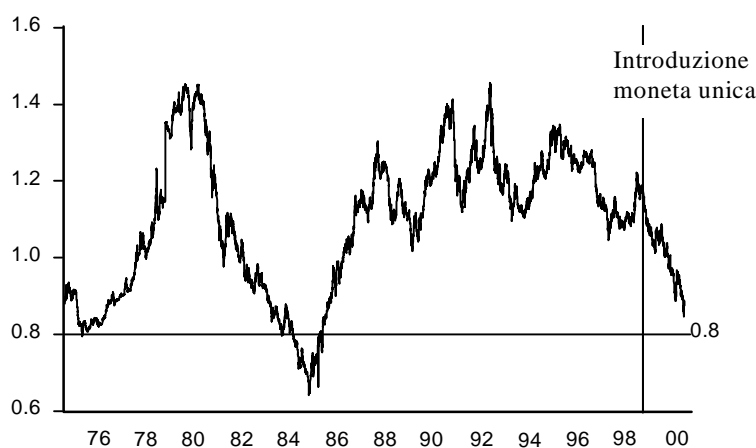
Se dal punto di vista delle aspettative inflazionistiche la situazione può definirsi soddisfacente, lo stesso non vale per il cambio, che in questi giorni è giunto al suo minimo storico (poco più di 0,80 dollari per un euro): in questa

direzione vanno infatti le recenti critiche all'operato della BCE, sfociate persino in richieste di dimissioni rivolte al suo presidente.⁹

Che il cambio vada male non c'è dubbio: dalla nascita della moneta unica l'euro non ha fatto altro che perdere terreno.

Resta da vedere se, e quanto, il cambio sia la variabile più adatta per misurare il successo della nostra Banca Centrale.

FIG. 3.7 – Andamento del cambio tra dollaro e marco-ecu



Fonte: Banca d'Italia e Datastream

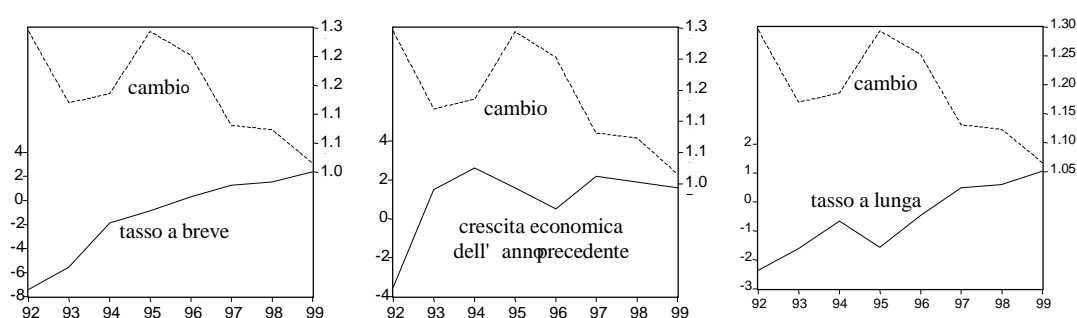
La prima osservazione da fare è che rispetto al dollaro le valute europee erano in calo già *prima* dell'introduzione della moneta unica. La figura 3.7, che riporta l'andamento del cambio tra marco euro e dollaro,¹⁰ dimostra che già dal 1995 il marco stava perdendo quota - e tanta! - rispetto alla valuta americana. E questo non è nemmeno il primo episodio: nel 1981-85 si riscontra una tendenza al ribasso della valuta tedesca ancora più forte dell'attuale.

⁹ “Ma ora i mercati e la gente si devono porre una domanda: chi sbaglia, il pilota o l'aereo? E' fatto male l'aereo o il pilota non è abbastanza abile? Io chiederei le dimissioni del pilota. Egregio signor Duisenberg, vuole rassegnare le dimissioni in modo da vedere chi ha torto, se i politici, i mercati, la gente, o lei?” (Domanda di Mr Abitbol (UEN/F) allo “Hearing before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament”, Brussels, 12 settembre 2000 – nostra traduzione)

¹⁰ Per maggiore chiarezza, l'andamento del marco è stato reso omogeneo con l'attuale cambio dell'euro.

La seconda osservazione è che, negli ultimi anni, l'andamento del cambio di breve/medio periodo risulta non particolarmente legato al tasso a breve, cioè allo strumento principe della politica monetaria: le variabili più legate (inversamente) al cambio risultano la crescita economica e il tasso a lunga, anche lui, peraltro, collegato alla crescita economica (FIG. 3.8).

FIG. 3.8 – Andamento del cambio e differenziale USA – EURO di tasso a breve, tasso a lunga e crescita economica (periodo 1992-1999; cambio: scala a destra)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia

La terza osservazione è che il successo di una banca centrale va commisurato al raggiungimento dei suoi obiettivi che, nel caso della BCE, fanno riferimento al trattato di Maastricht. L'articolo 105, in particolare, sancisce che: "L'obiettivo principale del SEBC è il mantenimento della stabilità dei prezzi. Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, il SEBC sostiene le politiche economiche generali nella Comunità al fine di contribuire alla realizzazione degli obiettivi della Comunità definiti nell'articolo 2." E questi ultimi (art. 2) sono: "uno sviluppo armonioso ed equilibrato delle attività economiche, una crescita sostenibile, non inflazionistica e che rispetti l'ambiente, un elevato grado di convergenza dei risultati economici, un elevato livello di occupazione e di protezione sociale, il miglioramento del tenore e della qualità della vita, la coesione economica e sociale e la solidarietà tra Stati membri."

Dov'è allora l'importanza del cambio? Già all'inizio del 1999, cioè in tempi non sospetti, i documenti della BCE affermavano che questa variabile, di per sé, *non* costituisce un obiettivo. In un sistema economico chiuso come quello

europeo, e in presenza di globalizzazione, il tale controllo sarebbe poco utile, difficile e potenzialmente incompatibile con la lettera del trattato.¹¹

L'intenzione della Banca Centrale Europea era quindi quella di lasciar fluttuare liberamente l'euro, a meno che si deprezzasse talmente da creare pericoli inflazionistici, oppure che il suo valore raggiungesse livelli economicamente inaccettabili:¹² un'influenza seppur parziale e *indiretta* del cambio sulla politica monetaria è quindi ufficialmente prevista, *ma* solo perché il valore esterno della nostra moneta è uno degli indicatori inclusi nel cosiddetto "secondo pilastro" della sua strategia. l'Eurosistema ha *sempre* dichiarato che, *tranne che in casi particolari*, non avrebbe modificato i tassi in risposta *diretta* all'andamento del cambio.¹³

Il cambio, quindi, *non* è un obiettivo della nostra Banca Centrale. Coloro che affermano che la politica della BCE è fallimentare solo perché il cambio va male, *di fatto* sostengono che, nonostante il trattato di Maastricht stabilisca che l'obiettivo principale è la stabilità dei prezzi interni, *per loro*, il compito primario dev'essere quello di mantenere forte il cambio, e quindi Duisenberg & C., che non ci sono riusciti, sono degli incapaci.

Il problema del cambio dell'euro, in realtà, non è di facile soluzione. L'idea che sta dietro l'attuale politica monetaria sembra essere quella di doverci barcamenare fra due mali. Un aumento più deciso dei tassi a breve, se da un lato potrebbe avere un impatto positivo sul cambio perché ridurrebbe il differenziale con i tassi USA, dall'altro potrebbe essere interpretato come l'avvio di una politica più restrittiva, che peggiorerebbe le attese produttive e, tramite

¹¹ "Dato l'obiettivo primario della stabilità dei prezzi, sarebbe controproducente e creerebbe confusione voler mirare anche a uno specifico tasso di cambio, a parte le difficoltà pratiche nello stabilire l'appropriata parità, definire la banda di fluttuazione e controllare il cambio in un mondo di mercati dei capitali integrati (Issing, 1999, 7 May – nostra traduzione)."

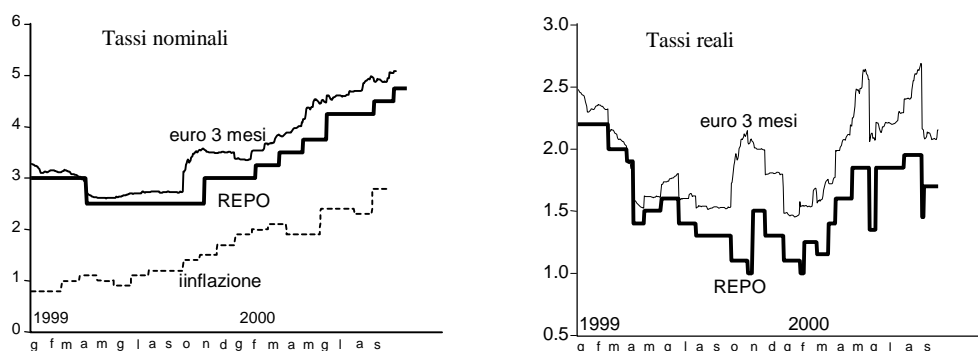
¹² Si veda il numero speciale della *Rivista Internazionale di Scienze Sociali* dell'Università Cattolica (1999, 3, luglio-settembre) per una discussione completa sull'argomento.

¹³ "Ovviamente, ogni disallineamento del cambio, sebbene difficile da identificare, preoccuperebbe l'Eurosistema. Se prolungato potrebbe influenzare le aspettative inflazionistiche e distorcere l'attività economica, come pure colpire l'allocazione efficiente delle risorse finanziarie. Sebbene nell'area dell'euro questi effetti negativi sarebbero mitigati dalla scarsa apertura della sua economia, non possono essere completamente trascurati (Duisenberg, 1999, 25 March)". "Le reazioni di politica monetaria al cambio, o a qualsiasi altra variabile, non saranno [però] mai né meccaniche né automatiche. In accordo con la sua strategia orientata alla stabilità, l'Eurosistema ha sempre cura di analizzare attentamente un ampio spettro di indicatori, la natura di ogni disturbo e le sue implicazioni verso le prospettive complessive per la stabilità dei prezzi di medio periodo (Duisenberg, 1999, 25 January – traduzioni nostre)."

questa via, allontanare gli afflussi di investimento in capitale reale (sia diretti che azionari).

In mezzo a questo dilemma, la Banca Centrale Europea ha sì aumentato i suoi tassi, ma non in maniera sufficiente per farli salire significativamente in termini reali (FIG. 3.9). Anche per la M3, cui la BCE afferma di dare particolare importanza, vale qualcosa di simile: negli ultimi mesi la sua crescita si è rallentata, ma la velocità di circolazione - che dipende dallo stock - rimane tuttora particolarmente elevata.

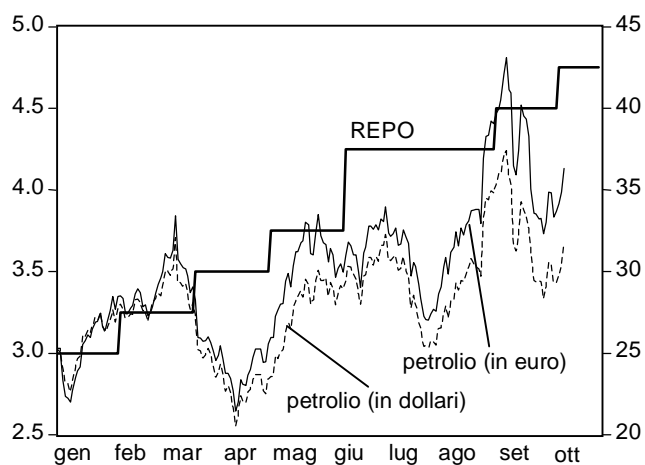
FIG. 3.9 – REPO, euribor e inflazione



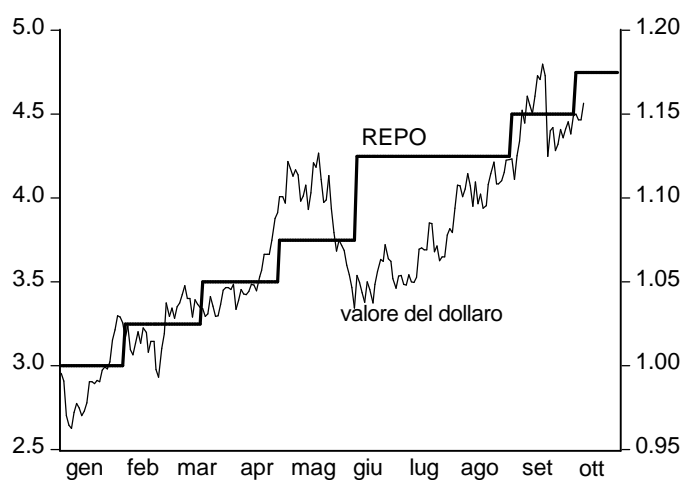
Fonte: Datastream e BCE

La nostra autorità monetaria ha così seguito negli ultimi mesi una politica che, anche se solitamente definita “moderatamente restrittiva” nei resoconti giornalistici, è, secondo lo stesso Duisenberg, “... nel complesso *ancora accomodante* e non di impedimento all’ulteriore crescita del reddito e dell’occupazione.”¹⁴ L’aumento del prezzo del petrolio rappresenta sicuramente un grosso problema per la stabilità dei prezzi e, in parte, anche per la crescita, soprattutto perché ad esso si è aggiunto il problema del cambio, ma, la Banca, ciononostante, non ha voluto adottare una politica troppo aggressiva, e questo lo si rileva anche dal fatto che le variazioni del Repo sono collegate a un suo giudizio di massima sull’economia (primo e secondo “pilastro”) e non ai movimenti di breve periodo del dollaro e dei prezzi dei prodotti energetici. FIGG. 3.10 e 3.11).

¹⁴ ECB Press Conference, 19 ottobre 2000 - sezione *Questions and answers*, corsivo e traduzione nostri.

FIG. 3.10 – Andamento del REPO e del prezzo del petrolio nel corso del 2000

Fonte: Datasteram

FIG. 3.11 – Andamento del REPO e del valore del dollaro nel corso del 2000

Fonte: Datasteram

Anche il secondo strumento di difesa del cambio, gli interventi diretti sul mercato valutario, sono stati adottati con molta parsimonia. Premesso che la Banca ha sostenuto che, perché queste manovre abbiano successo, occorre

cogliere di sorpresa i mercati, e quindi avvertirli solo dopo la conclusione dell'operazione, in tutti questi mesi si riscontra un solo intervento significativo, quello del 22 settembre, concertato con le banche centrali di USA, Giappone, Inghilterra e Canada. L'idea di interventi concertati piuttosto che unilaterali sembra comunque prevalente nella strategia della BCE: "La procedura è che, se dovesse esserci un intervento, sarebbe iniziativa della Banca Centrale consultare gli altri grandi protagonisti del mercato (che in questo caso sarebbero ovviamente le autorità americane e giapponesi), e la BCE terrebbe informati i ministri delle finanze su ogni sua intenzione e/o azione."¹⁵ La nostra Banca Centrale non sembra perciò ritenere che singoli interventi possano funzionare: senza un coordinamento con la FED – che stampa i dollari – c'è poco da fare.

L'affermazione che l'intervento del 22 settembre era dipeso anche dalla preoccupazione delle altre banche centrali per la debolezza dell'euro, eccessiva rispetto ai fondamentali, e che la BCE e i suoi *partners* avrebbero continuato a monitorare strettamente lo sviluppo del cambio e cooperato nel modo più appropriato, poteva costituire un segnale importante per il mercato¹⁶. Resta quindi difficile da capire perché la Banca abbia nel contempo deciso di sterilizzare l'effetto restrittivo del provvedimento fornendo liquidità al sistema bancario. Ma soprattutto è risultata perniciosa la successiva dichiarazione al *Times* del presidente Duisenberg, che escludeva per il momento altri interventi concertati con la FED.

Una politica monetaria costellata di minor incertezze - e meno *gaffes* - sarebbe particolarmente utile in una situazione, come l'attuale, in cui le componenti psicologiche e le aspettative degli operatori possono risultare, in molti casi, rilevanti per l'evoluzione del cambio. Per il resto, buona parte delle critiche rivolte all'operato della BCE, e al suo presidente in particolare, sono, a nostro modo di vedere, eccessive.

¹⁵ Duisenberg W., *Hearing before the Committee on Economics and Monetary Affairs of the European Parliament*, 12 settembre 2000, risposta a Mr Von Wogau (EPP-ED/D) – nostra traduzione.

¹⁶ V. Duisenberg (ECB Press Conference, Introductory statement, 5 ottobre 2000: "[...] i recenti movimenti del tasso di cambio dell'euro avevano generato preoccupazioni, che la BCE condivideva con i governatori e i ministri delle finanze dei paesi del G7, di una loro negativa ricaduta sull'economia mondiale. Al fine di affrontare queste preoccupazioni, il 22 settembre, su iniziativa della BCE le autorità monetarie di USA, Giappone, U.K. e Canada si sono unite alla BCE in un intervento concertato nel mercato dei cambi. La BCE e i suoi *partners* continueranno a monitorarne strettamente lo sviluppo e a cooperare sul mercato dei cambi nel modo appropriato."

3.3 Le banche italiane: impieghi e raccolta¹⁷

Anche in Italia, come nel resto dell'area europea, i mesi recenti sono stati contraddistinti da una forte crescita degli aggregati del credito che appare motivata da condizioni di particolare dinamismo dell'attività produttiva. Rilevante è stata la crescita della componente a più breve termine, che non sembra aver risentito della congiuntura dei tassi di interesse.

L'attuale fase è stata inoltre caratterizzata da profili di crescita differenziati della raccolta bancaria che si sono tradotti in tassi di variazione particolarmente elevati soprattutto per le componenti a più breve termine. Su tale tendenza hanno influito da un lato le condizioni di maggiore incertezza che hanno contraddistinto i mercati finanziari e, presumibilmente, una accentuata preferenza per la liquidità anche da parte delle imprese; dall'altro la maggiore tempestività con la quale i tassi passivi bancari hanno mostrato di adeguarsi ai rialzi del segmento a breve della struttura dei tassi di mercato.

Gli impieghi - Nell'ultimo quadrimestre il tasso di crescita degli impieghi totali delle banche italiane (comprensivi delle sofferenze e dei pronti contro termine attivi con la clientela) si è mantenuto sui livelli elevati evidenziati nel corso del 2000, raggiungendo ad agosto una crescita tendenziale di 11,7% (TAB. 3.8). La crescita della componente degli impieghi vivi è risultata particolarmente elevata attestandosi in agosto sui valori massimi del periodo (+13,2% nei dodici mesi), già raggiunti peraltro nello scorso mese di maggio, anche a seguito di un'ulteriore riduzione del peso delle posizioni in sofferenza nel bilancio aggregato del sistema bancario.

La contrazione del volume delle sofferenze ha caratterizzato, del resto, l'evoluzione del portafoglio prestiti nel corso del 1999 e per tutto l'anno corrente. Come rilevato anche da altre fonti (v. Rapporto ABI, Settembre 2000), tale processo è ascrivibile all'ammortamento di posizioni di ingente ammontare presenti nei portafogli del sistema bancario e, in parte, al ricorso ad operazioni di titolarizzazione.

La composizione settoriale dei portafogli mostra negli ultimi mesi rispetto al recente passato un elemento di novità rappresentato dalla flessione del credito alle famiglie, al cui contenuto tasso di variazione, (+3,8% rispetto ad aprile,

¹⁷ a cura di A. Patarnello e S. Corona

calcolato sulle consistenze), si contrappone una progressiva crescita dei volumi di impiego verso le società non finanziarie (6,2%). In particolare, la domanda di credito è risultata in agosto più vivace nei settori dei servizi delle comunicazioni (+49% su base annua), dei servizi marittimi ed aerei (+39%) e dei prodotti energetici (+30%) (si veda Banca d'Italia, Supplemento al "Bollettino Statistico", 18 ottobre 2000). Anche il comparto delle società finanziarie ha fatto segnare tassi di crescita consistenti (21% in ragione d'anno) grazie alla sostenuta dinamica in atto nei comparti del leasing, del factoring e del credito al consumo.

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

	Impieghi				Portafoglio titoli	
	totali	vivi	a breve	a m/l	Titoli di Stato e obbligaz.	Azioni e Partecipaz.
2000 gen	9,8	9,9	8,2	11,6	0,8	33,8
mar	10,9	11,7	11,6	11,7	-0,9	35,9
apr	11,6	12,5	13,9	11,2	-1,4	33,4
mag	11,6	13,1	15,4	10,9	-3,9	30,6
giu	10,9	11,7	12,7	10,8	-4,2	32,3
lug	10,8	11,8	13,6	10,1	-4,6	35,9
ago	11,7	13,2	16,2	10,2		

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

Confermando la tendenza degli ultimi mesi, lo sviluppo del portafoglio prestiti è stato sostenuto dalla crescita della componente a più breve termine, il cui tasso di variazione è rimasto particolarmente elevato negli ultimi mesi, fino a superare il 16% ad agosto. Molto significativa è stata nel periodo anche la crescita della quota di crediti denominata in valute non UE (+ 25% su base annua ad agosto, secondo i dati SI-ABI)

L'evoluzione dell'attività di prestito, e, al suo interno, la dinamica degli impieghi a breve termine appare coerente con l'andamento registrato dall'aggregato nell'area europea e con il ritmo sostenuto dell'attività produttiva.

Alla crescita dei prestiti a breve termine nei confronti del segmento imprese contribuiscono, oltre alla maggiore convenienza del credito bancario rispetto al finanziamento sul mercato dei capitali, anche altri possibili fattori quali:

a) la maggiore domanda di credito del settore energetico, in conseguenza dei rincari dei prodotti petroliferi; b) l'incremento del capitale circolante indotto dall'accelerazione dell'attività economica; c) la propensione manifestata da imprese e gruppi anche di medie dimensioni a finanziare con indebitamento a breve un crescente numero di operazioni di M&A ed altre operazioni di finanza straordinaria.

A fronte di un tale andamento sulle scadenze brevi, tuttavia, la componente a medio e lungo termine dei finanziamenti bancari si mantiene su percentuali di crescita a due cifre (+10,2% la crescita annuale ad agosto), a testimonianza dell'ancora sostenuta domanda di mutui sia da parte delle famiglie, per il finanziamento di abitazioni residenziali sia da parte delle imprese, al fine di favorire una ricomposizione delle passività verso le scadenze più lunghe.

Nei mesi estivi si sono registrate ulteriori marcate riduzioni della componente obbligazionaria del portafoglio titoli (-4,6% su base annua in luglio) prevalentemente ascrivibili all'esigenza di reperire liquidità per il finanziamento dell'attività di prestito. L'andamento negativo è stato, in parte, controbilanciato dalla crescita della quota di azioni e partecipazioni in portafoglio che continua a manifestare tassi di sviluppo molto elevati (pari a circa il 36% nei dodici mesi terminanti a luglio).

La raccolta - L'andamento della raccolta nella parte centrale dell'anno ha presentato caratteristiche parzialmente differenti rispetto ai primi mesi del 2000, su cui hanno influito la congiuntura dei tassi e l'evoluzione dei mercati finanziari.

In particolare, la componente della raccolta diretta ha avuto un'accelerazione nei mesi estivi, mostrando valori medi dei tassi di variazione superiori al 6% tra maggio e agosto. Andamento opposto hanno evidenziato le voci di raccolta indiretta: il totale dell'aggregato ha mostrato a partire da marzo di quest'anno tassi di variazione negativi che si sono accentuati nei mesi estivi (-2,2% in luglio) mentre la quota di risparmio gestito, pur registrando valori ancora positivi, è risultata nello stesso periodo in forte flessione (TAB. 3.9). Tali indicazioni fanno ipotizzare un rallentamento, forse non transitorio, dei processi di ricomposizione dei portafogli privati a favore dell'investimento mobiliare e, più specificamente, verso i prodotti di risparmio gestito, che nell'ultimo anno avevano mostrato ritmi molto elevati. L'incertezza prevalente negli ultimi mesi nei mercati finanziari può avere ulteriormente favorito tale tendenza.

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

	Depositi					Totale Obbl.	Raccolta diretta	Raccolta indiretta	
	totali	a vista	con durata prestab.	rimb.con preavv.	P/T			Totale	di cui:
									gestita
2000 gen	1,5	10,2	-20,6	-0,3	-11,4	9,1	3,8	2,9	13,2
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	10,8	6,5	-1,2	13,6
mag	5,3	11,2	-15,3	-2,3	8,7	10,1	6,8	-1,5	5,0
giu	3,5	6,9	-14,9	-2,8	16,6	9,6	5,4	-3,0	2,5
lug	4,8	8,3	-13,3	-3,6	18,5	9,5	6,3	-2,2	4,0
ago	5,1	9,8	-15,2	-4,2	16,1	9,8	6,7		

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

Elemento distintivo dell'evoluzione della quota a più breve termine della raccolta bancaria è il forte sviluppo delle operazioni di pronti contro termine con la clientela, che hanno evidenziato tra giugno e agosto tassi di crescita compresi tra il 16% e il 18% circa. Ad agosto, tale tipologia di operazioni rappresentava circa il 10% della raccolta tramite depositi.

Per contro, la componente dei depositi in conto corrente, dopo avere trainato nella prima parte dell'anno la crescita dell'aggregato totale, ha evidenziato negli ultimi mesi tassi di variazione più contenuti, ma comunque ancora pari a circa il 10% a fine agosto.

Tale andamento rispecchia, come in altre simili fasi congiunturali, l'aumentata preferenza per la liquidità da parte dei risparmiatori, in conseguenza delle attese di aumenti dei tassi di interesse e della forte instabilità dei mercati finanziari. La tendenza al rialzo dei tassi di interesse a breve da un lato ha ampliato il differenziale rispetto ai tassi sulla raccolta in conto corrente e, dall'altro, ha presumibilmente sostenuto le operazioni temporanee su titoli preferite dalla clientela di *standing* più elevato a motivo della rapidità di adeguamento delle condizioni ai livelli di rendimento del mercato.

Stabili e significativi restano nel periodo i tassi di crescita della raccolta tramite obbligazioni, sempre vicini negli ultimi mesi a valori del 9%.

3.4 Le banche italiane: tassi attivi e passivi

I tassi bancari hanno registrato nel corso dell'ultimo quadrimestre l'innalzamento della parte a breve della struttura dei tassi. Particolarmente accentuata è stata la crescita del tasso attivo minimo sui crediti a breve termine, cresciuto tra la fine di giugno e la fine di agosto di circa 50 punti percentuali, a fronte di rialzi complessivamente più contenuti del tasso medio (TAB. 3.10). Il tasso sulle forme tecniche in conto corrente ha evidenziato negli ultimi mesi aumenti più contenuti rispetto alla dinamica mostrata nella prima parte dell'anno (da 6,85% in maggio a 7,25% in agosto).

TAB. 3.10 Tassi attivi (sui crediti in euro)

		A breve			A medio-lungo		
		C/C	Min.	Medio	Sulle consistenze	Sulle nuove erogazioni	
						alle imprese	alle famiglie
2000	dic	6,37	3,03	5,55	5,89	4,58	5,50
	gen	6,37	3,14	5,57	5,96	4,73	5,59
	feb	6,47	3,21	5,63	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	6,85	3,57	6,04	6,07	5,35	6,10
	giu	7,09	3,75	6,23	6,15	5,57	6,20
	lug	7,27	4,08	6,46	6,33	5,65	6,31
	ago	7,25	4,23	6,43	6,36	5,71	6,65
		<i>10-ago-00</i>	<i>7,27</i>	<i>4,21</i>	<i>6,43</i>		
	<i>20-ago-00</i>	<i>7,23</i>	<i>4,23</i>	<i>6,42</i>			
	<i>31-ago-00</i>	<i>7,28</i>	<i>4,31</i>	<i>6,47</i>			

Fonte: Banca d' Italia, Supplementi al Bollettino statistico e segnalazioni decedali

Anche i tassi sui prestiti a medio e lungo termine hanno manifestato una leggera tendenza all'aumento (pari a circa 30 punti base per il totale dell'aggregato tra maggio e agosto); più evidente è stato negli ultimi mesi l'incremento dei tassi sulle nuove erogazioni. Gli aumenti relativi ai nuovi finanziamenti alle imprese sono tuttavia risultati più contenuti rispetto a quelli sui prestiti di pari durata indirizzati alle famiglie, in ciò confermando ancora il basso livello del costo reale dell'indebitamento bancario per le imprese italiane,

misurato deflazionando il tasso medio sugli impieghi a medio termine in base all'indice dei prezzi alla produzione.

Indicazioni ulteriori sulle politiche di tasso delle banche si ricavano dalle elaborazioni mensili dell'ABI sulle segnalazioni decadali. Le rilevazioni riferite alla terza decade di agosto indicano infatti che l'entità del rialzo dei tassi medi attivi a breve nei primi otto mesi dell'anno (pari a circa 95 centesimi) è stata analoga per le banche appartenenti alle diverse classi dimensionali.

Il livello del tasso appare tuttavia più elevato al diminuire della dimensione (6,47% per le banche maggiori contro 6,82% per le piccole). Di contro, nel comparto a medio-lungo termine si assiste a una situazione opposta, più evidente per i tassi applicati alle erogazioni alle famiglie, a testimonianza di un maggiore orientamento dei grandi istituti all'utilizzo di leve alternative al prezzo per l'acquisizione o il rafforzamento delle relazioni nei segmenti al dettaglio.

Dal lato del passivo, i tassi di interesse hanno mostrato una differente reattività alla fase di rialzo dei tassi di mercato, con effetti più sensibili sulla componente a breve termine della raccolta. I tassi sulla raccolta a vista (conti correnti) tra maggio e agosto sono risultati ancora in aumento, proseguendo la fase di crescita manifestata nel corso dell'anno (TAB. 3.11). Il rialzo (circa 30 punti base tra maggio e agosto) è risultato di dimensioni analoghe a quello registrato dei tassi attivi praticati sui prestiti a breve termine. Più marcato è stato l'aumento del tasso massimo sui depositi, passato nello stesso periodo dal 3,5% al 4,2%.

Al proposito merita di essere segnalato il progressivo allargamento della forbice tra tasso massimo e medio sui depositi, da 171 centesimi in aprile a 226 in agosto. Tale progressione, verosimilmente indicativa di una aumentata concorrenza nell'offerta dei cosiddetti "*conti trader*" ad alta remunerazione, potrebbe comportare nel medio termine più marcati rialzi dei tassi passivi.

Un'ulteriore pressione al rialzo dei costi della raccolta a breve termine delle banche potrebbe provenire dalle aggressive strategie di mercato inaugurate dalle Poste Italiane nel campo dei servizi di gestione della liquidità, tradottesi nell'apertura di oltre 400mila nuovi conti in meno di sei mesi per lo più limitati al segmento dei privati con reddito medio-basso (dato "Il Mondo", 27/10/00).

TAB. 3.11 - Tassi passivi (sui depositi in euro)

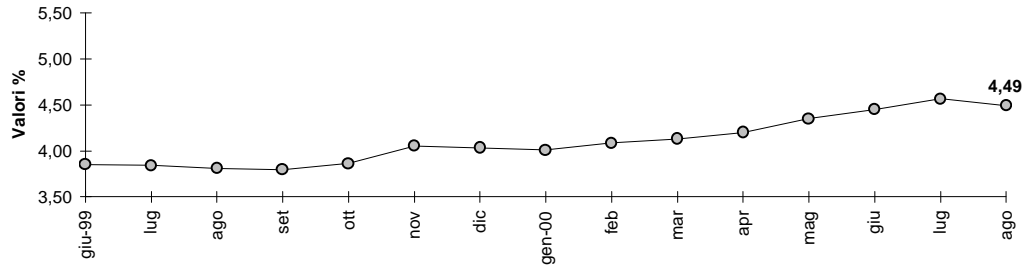
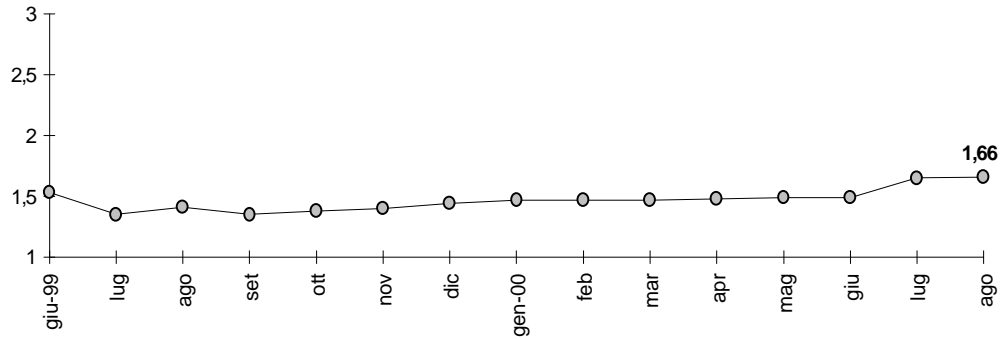
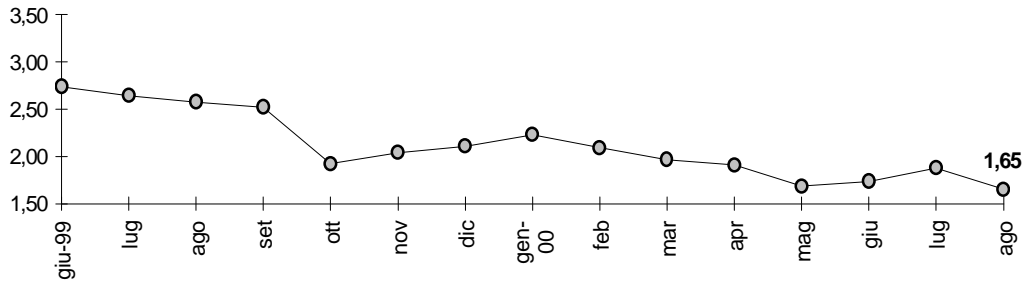
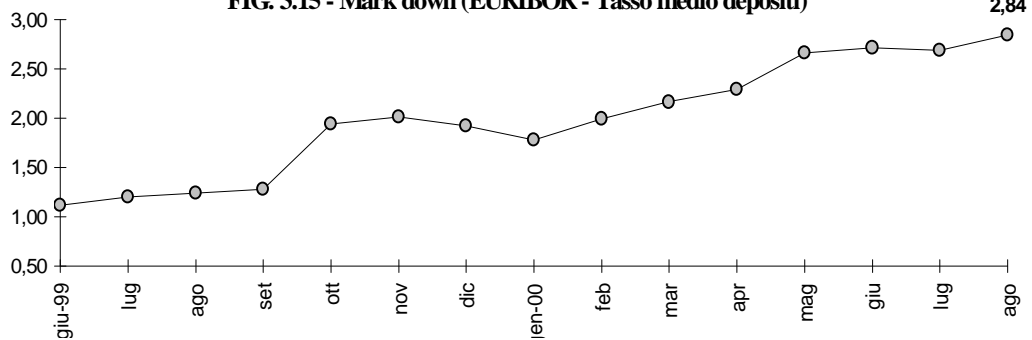
		Depositi				Obbligazioni		
		C/C	Cd Lire	Max Depositi	Medio Depositi	Medio Consistenze	Emissioni	
							Tasso fisso	Tasso var.
2000	dic	1,22	3,85	2,89	1,52	4,45	4,68	3,34
	gen	1,30	3,81	3,07	1,56	4,49	4,04	2,63
	feb	1,28	3,75	3,02	1,55	4,49	4,38	3,68
	mar	1,34	3,72	3,13	1,59	4,50	4,80	3,62
	apr	1,42	3,72	3,35	1,64	4,55	4,55	3,99
	mag	1,48	3,73	3,51	1,69	4,58	4,47	4,38
	giu	1,58	3,75	3,83	1,78	4,66	4,66	3,67
	lug	1,71	3,77	4,13	1,89	4,68	4,78	4,80
	ago	1,76	3,81	4,20	1,94	4,70	5,01	4,78
	10-ago-00	1,75	3,80	4,19	1,93			
	20-ago-00	1,78	3,82	4,22	1,95			
31-ago-00	1,81	3,84	4,24	1,97				

Fonte: Banca d'Italia, Supplementi al Bollettino statistico e segnalazioni decadalì.

I tassi sulla raccolta tramite titoli hanno reagito in minor misura all'aumento dei tassi di mercato; il tasso sui CD in lire è aumentato marginalmente nell'ultimo quadrimestre e ugualmente contenuto è risultato l'aumento dei tassi sullo *stock* di obbligazioni in circolazione. La crescita dei tassi appare ovviamente più sensibile con riguardo alle nuove emissioni, in particolare per la componente a tasso fisso.

Gli spreads - La differente vischiosità manifestata dai tassi nella fase di rialzo che ha contraddistinto i mesi estivi si è tradotta in un ulteriore aumento della forbice, che ha consentito di preservare le condizioni di redditività della gestione denaro. Il differenziale tra tasso medio sui prestiti e tasso medio sui depositi è aumentato fino a 4,5 punti percentuali (FIG. 3.12).

Il differenziale di tasso sulle componenti a più lungo termine dell'intermediazione (differenza tra tasso medio attivo a medio-lungo e tasso medio sulle obbligazioni), sostanzialmente stabile fino a giugno, ha registrato un leggero aumento solo tra giugno e luglio, collocandosi intorno a 1,6 punti percentuali. Tale valore sovrastima tuttavia le dimensioni del margine su tale componente dell'intermediazione poiché non registra gli effetti dei presumibili aumenti dei tassi sulla raccolta obbligazionaria estera (FIG. 3.13).

FIG. 3.12 - Spread a breve termine (Tasso medio attivo b/t - Tasso medio depositi)**FIG. 3.13 - Spread a medio lungo termine (Tasso medio attivo m/l - Tasso medio obbligazioni)****FIG. 3.14 - Mark up (Tasso medio attivo b/t - EURIBOR)****FIG. 3.15 - Mark down (EURIBOR - Tasso medio depositi)**

Il peso del *mark up* nella formazione del margine, calcolato come differenza tra tasso attivo medio a breve ed Euribor-3 mesi, si è ancora ridotto fino a circa il 36% nel mese di agosto, anche in conseguenza dei ritardi di reazione nella manovra dei tassi attivi al variare dei tassi di mercato monetario (FIG. 3.14).

La relativa maggiore rigidità dei tassi passivi ha comportato negli ultimi quattro mesi anche un costante ma deciso aumento del *mark down*, che a fine agosto ha raggiunto il valore di 2,84 punti percentuali (FIG. 3.15).

3.5 Le previsioni sui tassi bancari*

Prima di presentare le previsioni dei tassi bancari può essere utile valutare l'attendibilità delle stime effettuate nel corso di quest'anno, analogamente a quanto avvenuto nel corrispondente numero dell'Osservatorio dell'anno precedente (Osservatorio Monetario n.3/1999). Il confronto appare opportuno anche alla luce delle modifiche apportate, proprio un anno fa, alle nostre equazioni di regressione, per tener conto dei mutamenti economico-istituzionali-strutturali intervenuti con l'avvio dell'UEM, che avevano reso obsoleto il vecchio modello.

I risultati sono abbastanza incoraggianti. Da un lato, il migliorato potere esplicativo delle equazioni, dall'altro una maggior esperienza di valutazione del comportamento della Banca Centrale Europea hanno consentito di ridurre gli errori di previsione rispetto all'anno scorso. Dal confronto fra dati effettivi e stimati risulta comunque che, nella prima parte dell'anno, il vero andamento dell'euribor è stato sottostimato persino dallo scenario più "alto" (quello ricavato dalla struttura dei tassi, risultato migliore di quello mediamente previsto dagli istituti di ricerca), con l'effetto di portare a una sottostima di tutti i tassi bancari. Nel secondo quadrimestre, invece, il vero valore dell'euribor è risultato compreso nella fascia dei due scenari, anche se più vicino al limite inferiore: anche in questo caso, però, i valori effettivi dei tassi bancari, risultano di nuovo più vicini a quelli dello scenario alto perché le due ultime variazioni del REPO sono avvenute con un mese di anticipo rispetto a quanto da noi ipotizzato.

* A cura di G. Verga e A. Aleati

In ogni caso, comunque, per i tassi bancari, si rileva una maggior accuratezza delle stime rispetto al passato (TAB. 3.12).

Depurando le stime per gli errori sull'euribor e sul *timing* delle variazioni del REPO, il risultato è - ovviamente - ancora più soddisfacente. Permane, comunque, dalle regressioni, una modesta sopravvalutazione per il tasso sugli impieghi. I tassi sui conti correnti e i CD sotto i 6 mesi sono solo leggermente sottostimati. Le correzioni che avevamo introdotto per tener conto di alcuni suggerimenti degli operatori si sono quindi dimostrate corrette.

Nel caso dei CD superiori ai 18 mesi, la sottovalutazione è più accentuata (circa 10 punti base ad agosto); peggio ancora (12 punti base) per le obbligazioni, il cui rendimento è molto legato alla scadenza e alle caratteristiche tecniche delle emissioni che ne complica la stima.

Nella tabella 3.13 sono riportati gli errori medi delle previsioni, in relazione all'intervallo che passa tra momento della stima e valore effettivo. Questi dati possono essere utili per giudicare l'attendibilità delle previsioni per i prossimi mesi.

I più recenti indicatori congiunturali dell'euro-zona confermano la fase espansiva del ciclo, ancorché a ritmi di sviluppo relativamente più moderati rispetto a qualche mese fa. Sul fronte inflazionistico, continuano a prevalere pressioni esterne: il prezzo del petrolio, spinto dalle forti tensioni in Medio Oriente, è tornato a salire, mentre l'euro è sceso su nuovi minimi. In questo quadro ancora incerto, è probabile che la BCE rafforzi ulteriormente il proprio orientamento restrittivo, con un nuovo rialzo di 25 punti base del REPO (dal 4,75% al 5,00%) già entro fine anno o inizio 2001. Questa previsione trova conferma nell'andamento dei tassi impliciti, da cui si ricavano stime dei rendimenti delle scadenze a breve ancora tutte al rialzo per i prossimi dodici mesi. Anche il profilo dei tassi a breve che emerge dalle stime dei principali istituti di ricerca si è innalzato rispetto al passato, riducendo il *gap* rispetto alle previsioni che si ricavano dai tassi impliciti.

Anche ai fini delle nostre previsioni pertanto non sembra più necessario elaborare due scenari alternativi, uno di bassa crescita dei tassi di mercato ed uno di elevata crescita. L'aumento previsto dei tassi è comunque di intensità più modesta che nel passato e riguarda soprattutto i mesi più vicini (TAB. 3.14)

Sulla base dello scenario descritto viene confermata la fase ascendente dei tassi bancari nel prossimo semestre, con un tasso sugli impieghi che potrebbe portarsi dal 6,43% di agosto (ultimo dato disponibile) ad un livello del **xxx** a fine anno, per salire ulteriormente nel corso del trimestre successivo (TAB. 3.14) Nello stesso periodo (da agosto a dicembre) il tasso sui c/c dovrebbe registrare una variazione all'insù di circa **xx** punti base, attestandosi sull'**1,xx%**.

La forbice bancaria, in linea con il consolidarsi della fase ascendente dei tassi, continuerà ad aumentare, anche se in misura moderata, a causa del maggior adeguamento previsto con riferimento al tasso sui depositi rispetto al tasso sui prestiti. Sembra in effetti ragionevole attendersi che pressioni competitive, derivanti sia da *players* tradizionali che dalla diffusione *dell'e-banking*, potranno indurre una maggiore revisione al rialzo dei tassi passivi, anche per frenare il forte rallentamento che si sta riscontrando a livello di raccolta bancaria.

TAB. 3.12 – Confronto tra tra nostre passate previsioni e valori effettivi

mese	Euribor 3 m.		Tasso Repo		Medio impieghi a breve		Passivo c/c		Tasso CD < 6m.		Tasso CD > 18 m.		Obbl. bancarie	
	Prev.	Eff.	Prev.	Eff.	Prev.	Eff.	Prev.	Eff.	Prev.	Eff.	Prev.	Eff.	Prev.	Eff.
Gen	-	3,34	-	3,00	5,55	5,57	1,32	1,30	2,44	2,43	2,95	2,97	4,01	4,04
Feb	-	3,40	-	3,22	5,67	5,64	1,34	1,28	2,50	2,47	3,07	3,06	4,18	4,38
Mar	3,56	3,59	3,25	3,50	5,75	5,71	1,37	1,34	2,58	2,54	3,17	3,14	4,33	4,80
Apr	3,70	3,79	3,50	3,75	5,87	5,84	1,41	1,42	2,66	2,61	3,27	3,22	4,43	4,55
Mag	3,83	4,15	3,50	3,75	6,02	6,04	1,47	1,48	2,70	2,73	3,31	3,31	4,55	4,47
Giu	4,61	4,37	3,50	4,25	6,22	6,23	1,55	1,58	2,81	2,86	3,40	3,62	4,60	4,66
Lug	4,67	4,41	4,25	4,25	6,30	6,46	1,61	1,71	2,96	3,05	3,43	3,64	4,64	4,80
Ago	4,72	4,67	4,25	4,50	6,37	6,43	1,70	1,76	3,05	3,13	3,44	3,68	4,68	5,01

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e *Il Sole 24 ore*

TAB. 3.13 – Errori medi delle previsioni calcolate sui valori effettivi di euribor, REPO e Rendiob

mesi dalla stima	Medio impieghi a breve		Passivo c/c		Tasso CD < 6m.		Tasso CD > 18 m.		Obbl. bancarie	
	ex-post	ex-ante	ex-post	ex-ante	ex-post	ex-ante	ex-post	ex-ante	ex-post	ex-ante
1	0,071	0,065	0,026	0,028	0,033	0,048	0,047	nd	0,302	nd
3	0,089	0,077	0,044	0,049	0,059	0,096	0,048	nd	0,323	nd
6	0,116	0,100	0,054	0,073	0,113	0,191	0,048	nd	0,352	nd

12	0,113	0,113	0,060	0,135	0,151	0,326	0,049	nd	0,352	nd
----	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	----	-------	----

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e *Il Sole 24 ore*

**TAB. 3.14 - Previsioni dei tassi bancari per i prossimi mesi.
(In neretto i valori già noti)**

mese	eurbor 3m.	REPO (media mese)	Rendiob	Medio impiegh i a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
2000:08	4,78	4,25	5,91	6,43	1,76	3,13	3,68	5,01
2000:09	4,86	4,50	6,00	6,64	1,83	3,24	3,83	4,95
2000:10	5,03	4,70	6,04	6,81	1,91	3,33	3,92	4,90
2000:11	5,14	4,75	6,06	6,88	1,99	3,41	3,92	4,91
2000:12	5,22	4,75	6,08	6,95	2,06	3,48	3,95	4,92
2001:01	5,22	5,00	6,09	7,32	2,09	3,62	4,20	4,93
2001:02	5,25	5,00	6,10	7,30	2,06	3,49	4,10	4,94
2001:03	5,30	5,00	6,12	7,25	2,05	3,47	3,98	4,96
2001:04	5,34	5,00	6,13	7,25	2,08	3,51	3,99	4,97
2001:05	5,37	5,00	6,14	7,27	2,13	3,55	4,00	4,98
2001:06	5,38	5,00	6,16	7,27	2,17	3,61	4,02	5,00
2001:07	5,40	5,00	6,17	7,30	2,22	3,66	4,06	5,01
2001:08	5,40	5,00	6,19	7,32	2,26	3,70	4,06	5,02
2001:09	5,41	5,00	6,20	7,33	2,29	3,75	4,07	5,03
2001:10	5,42	5,00	6,21	7,36	2,34	3,79	4,08	5,05
2001:11	5,43	5,00	6,22	7,38	2,37	3,83	4,09	5,06
2001:12	5,44	5,00	6,23	7,38	2,39	3,87	4,10	5,07

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e *Il Sole 24 ore*

4. SERVIZI E REDDITIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE*

In un precedente numero di Osservatorio Monetario (n. 1-2000) ci eravamo proposti di verificare il grado di diversificazione produttiva, misurata in termini di diversificazione dei ricavi, degli intermediari bancari di Francia, Germania, Italia, Spagna e Stati Uniti e di indagare l'intensità della relazione tra tale diversificazione e la redditività complessiva delle singole banche. I risultati dell'indagine svolta sui dati di bilancio di un campione di circa 400 banche nel periodo 1993-1998 suggerivano tra l'altro che:

1) il grado di diversificazione dei ricavi è aumentato; più specificamente la rilevanza dei ricavi dell'attività di erogazione del credito è diminuita a favore sia dei ricavi da intermediazione mobiliare sia dei ricavi da commissioni;

2) per le banche di maggiori dimensioni si registra una più elevata diversificazione dei ricavi ma al contempo una minore redditività;

3) le banche italiane presentano in media un grado di diversificazione dei ricavi più elevato delle banche degli altri paesi esaminati;

4) all'aumento dell'incidenza dei ricavi da servizi sul totale dei ricavi si associa solitamente un aumento della redditività.

Se taluni risultati appaiono in linea con le aspettative formulate sulla base sia dell'evidenza aneddotica sia dei consolidati principi gestionali, altri appaiono in qualche misura meno scontati e impongono ulteriori verifiche. In particolare un primo aspetto sul quale è apparso opportuno fare luce è il contributo offerto dai cosiddetti servizi, che – come indicato al punto 4 – risultano essere un elemento determinante del livello di redditività dei gruppi bancari. Si è pertanto deciso di esaminare più approfonditamente la struttura dei ricavi rappresentati da commissioni, e cioè il peso delle diverse tipologie di servizi offerti alla clientela (gestione del risparmio; negoziazione, custodia e collocamento di titoli; servizi di pagamento; rilascio di garanzie, ecc.), e verificare la loro dinamica nel corso degli anni recenti e il loro contributo alla redditività complessiva. A tal fine, ci si è concentrati su un campione formato esclusivamente da banche italiane: disponendo di dati di banche che presentano bilanci con strutture contabili del tutto simili e, soprattutto, caratterizzati da un grado di dettaglio, spesso assente nei bilanci delle banche di altri paesi, è infatti possibile evitare talune approssimazioni e

* A cura di L. Nieri e A. Colombo

aggregazioni che si erano rese necessarie nel precedente esercizio e che potrebbero averne influenzato i risultati. Inoltre, per poter svolgere un'analisi inter-temporale oltre che cross-section è stato necessario operare una precisa ricostruzione dei rapporti di gruppo o di controllo esistenti tra le diverse banche e della loro evoluzione al fine di ottenere dati che si riferissero a realtà omogenee nel tempo. A motivo della difficoltà e dell'onerosità di questa operazione, abbiamo quindi focalizzato l'indagine su un campione composto dai primi sei gruppi bancari italiani.

In secondo luogo, si è cercato di verificare se gli andamenti riscontrati nei sei gruppi bancari in questione possono essere estesi all'intero sistema bancario italiano o se invece sono influenzati dalle elevate dimensioni degli stessi. Attraverso un'analisi per classi dimensionali dei gruppi bancari si è pertanto cercato di verificare se esiste una qualche relazione tra le dimensioni delle banche e l'incidenza dei ricavi commissionali, fornendo un eventuale supporto alle considerazioni espresse al precedente punto 2, secondo cui le banche di maggiori dimensioni presentano mediamente una più elevata diversificazione dei ricavi.

4.1 Il campione e le variabili utilizzate

L'indagine copre il periodo 1994-1999 e si basa sui dati di bilancio consolidato di un campione composto dai primi 6 gruppi bancari italiani per dimensioni rilevate al 31/12/99, e cioè i gruppi Intesa, Unicredito Italiano, S.Paolo – IMI, Banca di Roma, Monte dei Paschi di Siena, BNL. Si è deciso di considerare i gruppi e non le singole banche per evitare che scelte di natura organizzativa – segnatamente la decisione di delegare a una società del gruppo giuridicamente autonoma lo svolgimento di una specifica attività ovvero di svolgerla direttamente all'interno della banca – influenzassero i risultati dell'indagine. La composizione dei gruppi considerata è quella risultante dal bilancio dell'esercizio 1999. Per gli anni precedenti si è pertanto proceduto alla ricostruzione di situazioni pro-forma ottenute sommando all'originario bilancio consolidato i valori di bilancio delle società successivamente acquisite e sottraendo quelle alienate, sempre che queste

società rientrassero nel perimetro di consolidamento (integrale o proporzionale)¹. Si ritiene che in tal modo sia garantita una buona comparabilità intertemporale dei dati oggetto di analisi nel periodo sotto osservazione; è peraltro necessaria una certa cautela nell'interpretazione degli stessi dal momento che nei casi in cui le società non facevano originariamente parte del gruppo le linee gestionali non erano necessariamente coerenti con quelle del gruppo nel quale esse sono state poi incorporate.

Le diverse categorie di ricavi da commissioni sulle quali si è concentrata l'indagine sono quelle riportate nella tabella contenuta nella nota integrativa al bilancio d'esercizio che illustra la composizione della voce 40 di conto economico "commissioni attive" (parte C: "Informazioni sul conto economico", sezione 2, tabella 2.1). Tale tabella, che si riporta di seguito affiancata da una breve descrizione dei contenuti delle singole voci, è prevista dal regolamento Banca d'Italia che disciplina contenuti e forma del bilancio degli enti creditizi².

a) garanzie rilasciate	Rilascio di garanzie e impegni di firma
b) servizi di incasso e pagamento	Negoziazioni di portafoglio, incasso effetti, RID, MAV
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza, di cui:	
1. negoziazione di titoli	Compravendita titoli
2. negoziazione di valute	Compravendita valute
3. gestioni patrimoniali	Gestioni patrimoniali individuali
4. custodia e amministr. di titoli	Depositi custoditi e/o amministrati di titoli
5. collocamento di titoli	Collocamento strumenti finanziari (obbligaz., azioni, quote di fondi comuni, ...)
6. attività di consulenza	Consulenza alle imprese
7. vendita a domicilio di titoli, prodotti e servizi	Collocamento attraverso rete promotori
8. raccolta di ordini	Ricezione e trasmissione di ordini per conto terzi
9. gestione di o.i.c.v.m.	Fondi comuni di investimento
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	
e) altri servizi	Attività di intermediazione creditizia (commissioni e recuperi spese su finanziamenti, depositi e c/c) intermediazione prodotti di terzi (tra cui "banca-assicurazione"), cassette di sicurezza, carte di credito, cash management, banca telefonica, operazioni

¹ E' opportuno precisare che la ricostruzione risulta necessariamente limitata alle movimentazioni che hanno avuto per oggetto enti creditizi residenti

² "I bilanci delle banche: Schemi e regole di compilazione", Circolare n. 166 del 30 luglio 1992 (2° Aggiornamento dell'11 agosto 1998)

	interbancarie
--	---------------

Occorre precisare che l'attribuzione delle commissioni alle diverse categorie da parte di ciascun ente creditizio riflette la sua specifica struttura del piano dei conti. In questo senso va tenuto presente che, nonostante le categorie stesse siano sufficientemente delineate e distinte, possono sussistere situazioni di disomogeneità tra le diverse banche.

4.2 L'andamento dei ricavi da servizi

Per un primo esame dell'evoluzione dei ricavi commissionali nel periodo considerato abbiamo scelto di analizzare un bilancio somma ottenuto aggregando i dati dei 6 gruppi. L'obiettivo è, in questo caso, misurare la tendenza che risulta espressa da un campione chiuso, rappresentativo, sulla base del totale dei fondi intermediati a giugno 1999, del 56% del sistema.

Dalla rielaborazione dei dati emerge una conferma dell'accresciuta rilevanza dei ricavi da servizi: l'incidenza delle commissioni attive sul totale dei ricavi lordi³ per l'insieme dei 6 gruppi è passata dall'8,4% nel 1994 a quasi il 22% nel 1999 con una progressione più marcata negli ultimi due anni (si veda TAB. 4.1). Parallelamente i principali indicatori di redditività – ROE e ROA⁴ – sono cresciuti, rispettivamente, dal 2,1% al 14,1% e dallo 0,8% al 1,2%.

TAB. 4.1 – Principali indicatori di redditività dei primi 6 gruppi bancari italiani (valori percentuali)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ROE	2,05	3,51	4,12	-2,77	8,51	14,12
ROA	0,78	1,01	1,06	0,91	1,39	1,24
Tot comm att./ Tot ricavi lordi	8,44	7,31	8,27	11,61	16,55	21,85

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

³ Calcolati come somma delle voci: 10 Interessi attivi e proventi assimilati; 30 Dividendi e altri proventi; 40 Commissioni attive; 60 Profitti (Perdite) da operazioni finanziarie; 70 Altri proventi di gestione.

⁴ ROE = utile netto / patrimonio netto; ROA = risultato lordo di gestione / totale attivo

In termini di valore, nel periodo considerato le commissioni attive sono aumentate di circa il 132% (si veda la TAB. 4.2). Le componenti che sono cresciute maggiormente sono quelle relative alle attività di gestione, intermediazione e consulenza e, in particolare, quelle derivanti dalla gestione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.), ossia i fondi comuni (+681%) e quelle inerenti le gestioni patrimoniali (+293%). Questi andamenti confermano la crescente attenzione dedicata dalle banche all'attività di gestione del risparmio.

TAB. 4.2 – Commissioni attive da servizi per l'insieme dei gruppi del campione (valori in miliardi di lire)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Var. % '94-99(*)
40 Commissioni attive	11.456	11.325	12.529	16.353	22.299	26.553	132,8
a) garanzie rilasciate	653	768	775	795	776	783	19,9
b) servizi di incasso e pagamento	1.531	1.889	1.877	2.032	2.375	2.819	84,2
c) servizi di gestione, intermediazione e consulenza, di cui:	4.089	3.427	4.263	7.131	12.126	14.754	260,8
1. negoziazione di titoli	483	339	400	825	1.608	1.493	209,3
2. negoziazione di valute	428	451	440	481	530	580	35,4
3. gestioni patrimoniali	385	374	442	672	1.115	1.512	292,5
4. custodia e amministr. di titoli	447	385	403	443	501	633	41,7
5. collocamento di titoli	870	507	879	1.318	1.551	1.731	98,9
6. attività di consulenza	42	40	48	71	52	105	150,3
7. vendita a domicilio di titoli, ecc.	65	81	119	151	329	282	333,2
8. raccolta di ordini	368	311	340	410	730	647	75,9
9. gestione di o.i.c.v.m.	995	940	1.193	2.760	5.710	7.773	681,2
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	1.089	1.106	1.044	1.196	1.234	1.333	22,4
e) altri servizi	4.093	4.132	4.570	5.198	5.788	6.863	67,7

* Il dato indica il tasso di variazione registrato nell'intero periodo.

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

Guardando all'incidenza delle diverse tipologie di commissioni da servizi sul totale dei ricavi commissionali si osserva che è prevalentemente l'attività di gestione del risparmio collettivo a fornire un significativo contributo alla redditività. Alla fine del 1999 le commissioni da gestione di o.i.c.v.m. rappresentavano infatti oltre il 29% del totale delle commissioni da servizi (si veda TAB. 4.4) e, presumibilmente, tale dato tende a sottostimare l'effettiva rilevanza di questa area di business, dal momento che essa genera ricavi anche sotto forma di

commissioni per il collocamento delle quote di fondi da parte della rete di sportelli, e di commissioni di negoziazione e custodia titoli che la banca depositaria, o comunque altre banche del gruppo, addebitano alla società di gestione del risparmio. L'elevato peso dei servizi legati alla gestione collettiva del risparmio è un fenomeno in parte atteso, considerato che le primarie società di gestione del risparmio – in termini di volumi di raccolta - appartengono ai principali gruppi bancari.

TAB. 4.3 - Tassi di variazione annua per l'insieme dei gruppi del campione (valori percentuali)

	1995	1996	1997	1998	1999
40 Commissioni attive	-1,1	10,6	30,5	36,4	19,1
a) garanzie rilasciate	17,5	0,9	2,6	-2,3	0,9
b) servizi di incasso e pagamento	23,4	-0,7	8,3	16,8	18,7
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza, di cui:	-16,2	24,4	67,3	70,0	21,7
1. <i>negoziazione di titoli</i>	-29,7	17,8	106,3	94,9	-7,1
2. <i>negoziazione di valute</i>	5,3	-2,5	9,5	10,1	9,4
3. <i>gestioni patrimoniali</i>	-3,0	18,2	52,2	65,9	35,5
4. <i>custodia e amministr. di titoli</i>	-13,8	4,7	10,0	13,1	26,3
5. <i>collocamento di titoli</i>	-41,8	73,5	50,0	17,6	11,6
6. <i>attività di consulenza</i>	-5,0	20,0	47,6	-26,7	102,9
7. <i>vendita a domicilio di titoli, ecc.</i>	24,6	46,9	26,9	117,9	-14,4
8. <i>raccolta di ordini</i>	-15,6	9,5	20,5	78,0	-11,3
9. <i>gestione di o.i.c.v.m.</i>	-5,5	26,9	131,3	106,9	36,1
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	1,5	-5,6	14,6	3,1	8,0
e) altri servizi	0,9	10,6	13,7	11,3	18,6

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

Se si considera l'attività di gestione del risparmio individuale si rileva che essa è stata interessata da una crescita molto sostenuta soprattutto a partire dal 1997 (si veda la TAB. 4.3) e che a fine 1999 le commissioni derivanti dalle gestioni patrimoniali costituivano il 5,7% del totale delle commissioni attive. Il divario esistente tra l'entità delle commissioni generate dalla gestione di risparmio collettivo e quelle inerenti la gestione di patrimonio individuale è presumibilmente spiegato dall'anticipo con cui i servizi e i prodotti che ricadono nella prima categoria sono stati offerti dalle banche e quindi dai maggiori volumi di risparmio attualmente gestiti dai fondi comuni. In prospettiva, questo divario potrebbe attenuarsi a motivo del crescente interesse dei risparmiatori per le gestioni

patrimoniali – soprattutto per le GPF - che rappresentano un prodotto più evoluto e a maggiore valore aggiunto rispetto alle quote di fondi comuni.

Anche i ricavi associati alla vendita a domicilio di titoli e altri prodotti e servizi finanziari – a loro volta riconducibili all’attività di gestione del risparmio e, segnatamente, ai servizi offerti attraverso le reti di promotori finanziari - hanno dimostrato una vivace crescita nel periodo in analisi ancorché il loro ammontare complessivo sia piuttosto esiguo. La riduzione di quest’ultima componente di ricavo registrata nel corso del 1999 (-14% come da TAB. 4.3) è quantomeno in parte da imputare a ragioni di tipo concorrenziale: nell’utilizzare la leva di prezzo, le banche hanno difatti ridotto drasticamente le commissioni richieste per i servizi offerti dalle reti di vendita esterne al momento della sottoscrizione dei servizi; tali commissioni sono spesso state sostituite con commissioni “all’uscita”, che il cliente sarà tenuto a pagare solo qualora decidesse di disinvestire il suo patrimonio prima di una certa scadenza. Riducendo i costi di accesso ai servizi di gestione del risparmio si agevola l’acquisizione di nuova clientela che avrà poi un forte incentivo a non lasciare la banca prima che sia trascorso un certo numero di anni proprio per non pagare le commissioni “all’uscita”.

Anche con riguardo alle commissioni legate all’attività di gestione del risparmio precedentemente menzionate - GPM e gestione o.i.c.v.m. - e quelle da collocamento titoli – che, come si è già detto, si riferiscono prevalentemente alle quote di fondi comuni – la tabella 4.3 mostra che nel corso del 1999 si è avuto un rallentamento della crescita. Anche in questo caso, tali andamenti possono essere motivati dalla crescente concorrenza tra gli intermediari – che comporta una contrazione dei prezzi a cui i servizi vengono offerti – a cui si è affiancato un più contenuto aumento delle risorse raccolte, determinato dalla conclusione del processo di trasformazione dei depositi titoli in portafogli gestiti dalla banca o comunque in prodotti del risparmio gestito. Nel 1999, il flusso netto di investimenti nei fondi comuni di investimento italiani è infatti sceso a 118.700 miliardi, con una diminuzione di circa il 66% rispetto al 1998, e la raccolta netta delle gestioni patrimoniali effettuate da SIM, SGR e banche in via diretta è stata di circa 104.000 miliardi, e cioè il 30% in meno rispetto al 1998.

Un’altra tipologia di commissioni che nel periodo esaminato ha fatto registrare elevati tassi di crescita è quella legata alla negoziazione dei titoli (si veda Tab.4.3), per la quale si osservano tuttavia andamenti alterni: si passa da una

crescita del 106% nel 1997 a una diminuzione del 7% nel 1999. Tale volatilità è in parte da imputare a una presumibile correlazione con fenomeni esogeni alla banca, segnatamente con l'andamento dei mercati azionari e obbligazionari. Più in particolare, la riduzione delle commissioni da negoziazione occorsa nel 1999 è dovuta anche al significativo abbassamento dei prezzi praticati dai cosiddetti *traders online*, circostanza che tende peraltro ad assumere un carattere strutturale più che congiunturale.

Un'ultima osservazione in merito alle diverse tipologie di commissioni da servizi di gestione, intermediazione e consulenza riguarda le commissioni per negoziazioni valute che anche nel corso del 1999 sono aumentate a ritmi analoghi a quelli del biennio precedente, benché a partire dal 1° gennaio 1999 sia stato introdotto l'Euro che secondo le attese di taluni avrebbe dovuto ridurre in misura consistente i ricavi dell'area.

TAB. 4.4 – Incidenza delle diverse tipologie di ricavi da servizi per l'insieme dei gruppi del campione (valori percentuali)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
40 Commissioni attive	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
a) garanzie rilasciate	5,7	6,8	6,2	4,9	3,5	3,0
b) servizi di incasso e pagamento	13,4	16,7	15,0	12,4	10,6	10,6
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza, di cui:	35,7	30,3	34,0	43,6	54,4	55,6
1. negoziazione di titoli	4,2	3,0	3,2	5,0	7,2	5,6
2. negoziazione di valute	3,7	4,0	3,5	2,9	2,4	2,2
3. gestioni patrimoniali	3,4	3,3	3,5	4,1	5,0	5,7
4. custodia e amministr. di titoli	3,9	3,4	3,2	2,7	2,2	2,4
5. collocamento di titoli	7,6	4,5	7,0	8,1	7,0	6,5
6. attività di consulenza	0,4	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4
7. vendita a domicilio di titoli, ecc.	0,6	0,7	0,9	0,9	1,5	1,1
8. raccolta di ordini	3,2	2,7	2,7	2,5	3,3	2,4
9. gestione di o.i.c.v.m.	8,7	8,3	9,5	16,9	25,6	29,3
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	9,5	9,8	8,3	7,3	5,5	5,0
e) altri servizi	35,7	36,5	36,5	31,8	26,0	25,8

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

Per quanto concerne i servizi più tradizionali, quali la concessione di garanzie, i servizi di incasso e pagamento e l'esercizio delle esattorie, si osserva una crescita piuttosto contenuta – dovuta alla “maturità” dei servizi stessi - a cui corrisponde una riduzione della loro incidenza sul totale dei ricavi commissionali,

pari rispettivamente a 3%, 11% e 5% a fine 1999. La sostanziale stabilità in valori assoluti delle commissioni derivanti dalla concessione di garanzie - che rappresentano servizi alternativi o integrativi rispetto all'erogazione di credito - si spiega con l'andamento del costo del credito, in pressoché costante calo nel corso del periodo sotto osservazione. Con riferimento ai servizi di incasso e pagamento si osserva che l'introduzione di tecnologie sempre più sofisticate, da un lato, riduce il costo, e quindi anche il prezzo, dei servizi tradizionali quali i bonifici e le ricevute bancarie, e, dall'altro, favorisce la diffusione di strumenti di pagamento alternativi, quali le carte di debito e di credito, ma che danno luogo a commissioni solitamente contabilizzate tra gli "altri servizi". Una tendenziale riduzione delle commissioni per incasso e pagamento può inoltre essere determinata dal sempre più diffuso impiego dei canali remoti che consentono la gestione dei pagamenti via Internet o collegamenti dedicati - il cosiddetto PC banking - e che, come specificato nella tabella iniziale, rientrano a loro volta negli "altri servizi".

Queste ultime considerazioni contribuiscono a comprendere perché nel corso del periodo esaminato risulti sempre elevato (superiore al 25%) il peso delle commissioni attribuite alla categoria degli "altri servizi". In tale voce trovano infatti sistemazione non solo le commissioni legate all'attività di intermediazione (finanziamenti a clientela, recuperi di spese, ecc.), le commissioni interbancarie e le commissioni per servizi per conto terzi, ma anche le commissioni su prodotti e servizi quali le carte di credito, il cash management, i prodotti assicurativi e la banca telefonica, che rappresentano i servizi più innovativi e per i quali è già in atto una crescita sostenuta. La particolare composizione di questa voce fa sì che essa possa essere considerata residuale solo in termini contabili mentre invece, da un punto di vista gestionale, appare di notevole rilevanza.

4.3 I ricavi da servizi nei singoli gruppi del campione

Le tendenze commentate nel precedente paragrafo si riferiscono all'insieme dei primi 6 gruppi bancari italiani. Una più dettagliata analisi dei dati relativi ai singoli gruppi mostra, peraltro, andamenti e situazioni talvolta marcatamente differenti, come evidenziato dalla tabella 4.5 in cui sono presentati il tasso di variazione nel periodo di osservazione e i valori medi relativi al primo e all'ultimo

biennio. La tabella 4.5 mostra che all'inizio del periodo in osservazione l'incidenza delle commissioni attive sul totale dei ricavi era pressoché analoga per i sei gruppi e oscillava da 6,2% del gruppo 4 a 8,4% del gruppo 3. Per contro, nel biennio 1998-99 questo stesso indicatore presenta valori piuttosto diversi: si passa infatti da valori pari al 13% per il gruppo 4 – con un aumento di 6,6 punti percentuali –, a valori pari al 24% per il gruppo 3 – che corrisponde a un aumento di oltre 13 punti percentuali. Questi dati indicano che il processo di ampliamento del business verso aree diverse da quella tradizionale è proceduto a ritmi sostenuti ma diversi per i singoli gruppi bancari. In particolare, il maggiore impulso allo sviluppo di questa componente dei ricavi è stato dato proprio dai gruppi bancari che già nel 1994 erano più attivi nell'area dei servizi.

Similmente a quanto rilevato a livello aggregato, a trainare la diversificazione dei ricavi è stata la componente legata alla gestione, intermediazione e consulenza che è cresciuta notevolmente nel periodo in esame e che presenta per tutti i gruppi una notevole incidenza sul totale dei ricavi commissionali. Con riferimento alle sottovoci in cui vengono suddivise le commissioni da gestione e intermediazione, si osservano situazioni e andamenti del tutto simili a quelli riscontrati a livello aggregato, in primis l'entità della crescita e la rilevanza delle commissioni da o.i.c.v.m..

Il peso delle commissioni da servizi tradizionali – garanzie, incasso e pagamento, ed esattorie - diminuisce per tutti i gruppi con l'eccezione di due gruppi – 4 e 6 – per i quali il contributo dei servizi di incasso e pagamento – grazie a una consistente crescita in termini di valore - si mantiene su livelli analoghi a quelli passati e soprattutto significativamente più elevati di quelli riscontrati per gli altri gruppi.

L'impatto positivo della attività in servizi sulla redditività complessiva appare evidente dalla figura 4.1 in cui i dati relativi al biennio 1998-99 mostrano una relazione positiva tra l'incidenza dei ricavi da commissione sul totale dei ricavi e i due principali indicatori di redditività. In particolare, la figura 4.2 mostra la presenza di una relazione tendenzialmente positiva tra l'aumento delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza – ossia delle attività verso le quali i gruppi in questione sembrano avere destinato crescente attenzione – e le variazioni intervenute nel ROA.

TAB. 4.5 – Indicatori di incidenza dei ricavi da commissioni e di redditività per i primi 6 gruppi bancari italiani (valori percentuali).**

Gruppo bancario	1		2		3		4		5		6	
	'94-'95	'98-'99 var.*	'94-'95	'98-'99 var.*	'94-'95	'98-'99 var.*	'94-'95	'98-'99 var.*	'94-'95	'98-'99 var.*	'94-'95	'98-'99 var.*
biennio di riferimento	7,8	19,0	8,1	21,2	8,4	23,9	6,2	12,8	9,2	19,6	7,6	17,1
Tot. comm. att./tot. Ricavi lordi												
Incidenza sul tot. commissioni attive di:												
a) garanzie rilasciate	8,2	3,8	6,1	3,0	3,9	1,9	5,8	3,7	3,7	2,3	42	5,2
b) servizi di incasso e pag.	17,1	9,4	33	10,5	6,2	7,5	21,8	15,8	11,3	6,1	9	22,4
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza; di cui:	31,2	52,1	279	60,0	333	187	20,8	42,2	331	360	23,2	36,7
1. negoziazione di titoli	4,2	5,6	166	8,6	647	24	3,1	9,6	404	490	2,7	4,6
2. negoziazione di valute	4,0	2,1	31	3,3	36	7	3,9	1,7	-6	74	2,2	2,3
3. gestioni patrimoniali	3,4	5,9	33	7,2	242	4,0	0,1	2,2	-109	6,7	861	3,6
4. custodia e amm. titoli	4,2	2,6	36	2,7	67	1,4	2,3	2,4	159	2,5	181	3,7
5. collocamento di titoli	5,1	6,4	121	7,4	205	7,8	4,4	4,6	44	7,3	22	5,5
6. attività di consulenza	0,1	0,3	1107	0,0	0	1,5	0,2	0,2	700	0,0	0	0,0
7. vendita a domicil. titoli.	0,4	0,4	126	0,5	99	1,7	0,0	0,0	0	0,0	0	0,8
8. raccolta di ordini	2,9	2,8	74	5,3	1,0	-69	2,4	1,7	42	6,7	309	1,4
9 gestione o.i.c.v.m.	6,8	26,1	887	7,5	1235	40,2	4,4	19,7	950	19,2	1164	4,3
d) esercizio di esatt. e ricev.	7,7	5,9	139	4,9	45	3,0	5,2	1,5	-58	18,7	7	6,4
e) altri servizi	35,8	28,9	119	32,2	92	19,3	46,4	36,7	76	20,3	49	35,7
ROE	3,6	11,9	4,0	11,9	4,5	14,1	-1,2	6,7	2,5	14,9	1,8	7,6
ROA	1,1	1,1	1,0	1,9	0,8	1,3	0,4	1,0	0,9	1,3	1,1	1,3

** Per ragioni di riservatezza il numero attribuito ai gruppi è assolutamente casuale. *Si tratta della variazione complessiva nel periodo 1994-1999.

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

FIG. 4.1 – Relazione tra incidenza dei ricavi da commissione e indicatori di redditività per i 6 gruppi del campione (dati relativi al biennio '98-'99)

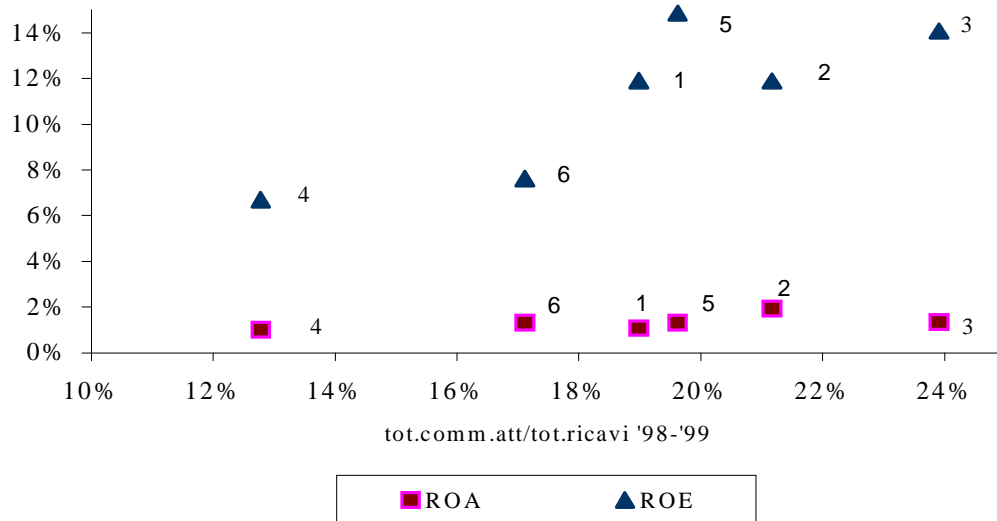
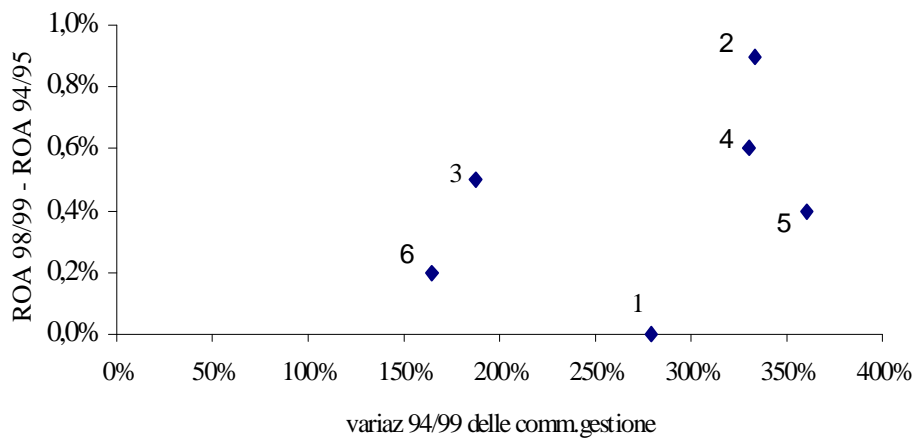


FIG. 4.2 – Relazione tra tasso di variazione delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza nel periodo '94-'99 e differenziale del ROA per i 6 gruppi del campione



4.4 I ricavi da servizi e le dimensioni dei gruppi creditizi italiani.

Ulteriori indicazioni concernenti l'andamento delle commissioni da servizi e il loro effetto sulla redditività delle banche sono contenute nella tabella 4.6, dove si ripresentano gli stessi indicatori calcolati nella tabella 4.4 con riferimento a un campione più ampio ma aperto. Sono stati difatti considerati tutti i gruppi bancari italiani esistenti nei sei anni in osservazione – il numero dei gruppi oscilla tra 44 e 53 - senza peraltro effettuare alcuna modificazione per tenere conto dell'evoluzione nella composizione dei gruppi stessi.

I dati sono esposti per classi dimensionali e rappresentano medie semplici dei valori relativi ai singoli gruppi ad esse appartenenti. La principale indicazione che emerge è che non esiste una netta relazione tra le dimensioni dei gruppi e la rilevanza dei ricavi da commissioni: sono difatti i gruppi di medie dimensioni a presentare nel periodo in esame una più elevata incidenza di questa tipologia di ricavi sul totale dei ricavi lordi (26% nel 1999).

Passando all'analisi delle singole tipologie di ricavi commissionali, risulta che a beneficiare dei più elevati contributi da parte delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza sono i gruppi bancari di medie e di maggiori dimensioni, ancorché la rilevanza dell'area di business in oggetto appaia in forte crescita in pressoché tutte le classi dimensionali. Più specificamente, per i gruppi maggiori si registrano i più alti valori percentuali in termini di commissioni da o.i.c.v.m. (nel 1999, 31% rispetto a 11% per il totale del campione); tale circostanza si spiega con l'appartenenza agli stessi delle principali società di gestione del risparmio. Le commissioni da gestioni patrimoniali sono invece più elevate in termini di incidenza sui ricavi totali nel caso dei gruppi medi (9,2% nel 1999). Infine, si rileva che le commissioni da negoziazione titoli – il cui peso è massimo nei gruppi maggiori – sono caratterizzate da una discreta volatilità.

Per quanto riguarda le commissioni per servizi tradizionali – e cioè garanzie, servizi di incasso e pagamento ed esattorie – si riscontra una tendenziale diminuzione, sebbene i gruppi grandi e piccoli mostrino una certa tenuta e un'incidenza di queste tipologie di ricavi superiore alla media.

TAB. 4.6 - Indicatori di incidenza dei ricavi da commissioni e di redditività e per i gruppi bancari italiani per classi dimensionali (valori percentuali)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
	maggiori					
Tot comm att/tot Ricavi lordi	7,1	6,6	7,6	10,7	16,4	21,9
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	7,5	7,4	8,0	5,7	4,0	2,8
b) servizi di incasso e pagamento	15,6	20,8	16,8	15,1	11,6	10,7
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	31,6	27,3	34,4	42,7	56,3	56,7
3. gestioni patrimoniali	2,6	3,3	3,4	3,9	4,2	5,2
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	5,7	5,5	7,8	16,3	28,5	30,7
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	7,5	7,9	5,8	6,9	3,7	3,2
e) altri servizi	37,8	36,6	35,0	29,6	24,4	26,5
ROE	1,7	2,3	3,6	-2,2	8,9	14,2
ROA	0,8	0,8	0,9	0,8	1,3	1,3
	grandi					
Tot comm att/tot Ricavi lordi	8,3	8,6	8,6	11,7	16,1	21,0
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	4,7	5,0	4,3	3,9	2,9	3,0
b) servizi di incasso e pagamento	14,6	15,1	16,1	15,9	14,7	14,6
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	30,7	23,4	23,9	32,1	42,1	46,9
3. gestioni patrimoniali	5,1	4,2	4,8	6,6	7,9	7,8
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	3,8	3,8	4,3	6,0	10,1	13,3
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	12,6	12,3	13,1	9,4	7,6	6,8
e) altri servizi	37,5	44,2	42,7	38,8	32,6	28,8
ROE	-4,5	-2,9	1,9	5,1	9,8	9,4
ROA	0,7	1,3	1,2	1,1	1,4	1,1
	medie					
Tot comm att/tot Ricavi lordi	9,1	7,7	8,1	11,4	17,5	25,8
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	4,5	5,3	4,7	3,5	2,7	2,1
b) servizi di incasso e pagamento	19,6	19,0	18,5	15,6	12,5	12,1
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	30,3	32,8	31,3	40,2	52,8	52,2
3. gestioni patrimoniali	6,7	7,4	6,6	9,1	10,4	9,2
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	3,2	3,5	3,4	7,1	8,6	10,2
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	5,6	4,2	5,1	4,3	1,6	1,8
e) altri servizi	39,9	38,7	40,4	36,4	30,5	31,7
ROE	5,7	6,7	6,6	6,5	7,1	8,9
ROA	1,3	1,5	1,7	1,5	1,7	1,5
	piccole					
Tot comm att/tot Ricavi lordi	8,9	8,1	7,4	10,0	15,0	23,0
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	4,7	4,0	3,9	3,0	2,7	2,2
b) servizi di incasso e pagamento	17,7	16,9	16,7	15,9	13,9	14,8
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	22,5	20,5	23,1	25,4	36,5	41,9
3. gestioni patrimoniali	4,9	4,3	6,3	5,9	6,8	8,1
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	1,4	1,0	1,1	0,0	0,0	3,6
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	15,7	12,9	10,9	10,3	8,6	8,2
e) altri servizi	39,4	45,6	45,3	45,4	38,5	33,1
ROE	-2,1	4,4	4,6	4,5	4,6	7,6
ROA	1,0	1,8	1,8	1,5	1,8	1,3

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio

4.5 Considerazioni di sintesi

L'analisi svolta sulle commissioni da servizi percepite dai principali gruppi creditizi italiani nel periodo 1994-1999 ha evidenziato i seguenti aspetti:

1) la crescita dei ricavi da servizi è stata intensa per la totalità dei gruppi e si è associata a una parallela crescita degli indicatori di redditività (ROA e ROE);

2) all'interno delle commissioni da servizi, le componenti che più hanno fornito un contributo in termini di valore sono le commissioni derivanti dalla gestione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e le commissioni per gestioni patrimoniali;

3) le commissioni da servizi tradizionali – per il rilascio di garanzie, per incasso e pagamento, e per esattorie – sono cresciute, per contro, a ritmi molto più contenuti e forniscono un contributo piuttosto esiguo;

4) anche la categoria dei cosiddetti “altri servizi” è cresciuta poco; tuttavia continua a rappresentare più di un quarto delle commissioni totali. In questa categoria di ricavi vengono contabilizzati anche i ricavi di servizi - carte di credito, cash management, prodotti assicurativi, banca telefonica, ecc. - per i quali ci si attende una forte crescita e che meriterebbero un maggiore dettaglio di classificazione;

5) considerazioni analoghe valgono anche per i singoli gruppi bancari esaminati; si riscontra che la crescita dei ricavi da servizi non è omogenea e che, in prima approssimazione, essa si associa positivamente ai livelli di redditività del gruppo bancario.

L'analisi condotta sul campione aperto di circa 50 gruppi mostra che:

6) non esiste una netta relazione tra rilevanza delle commissioni da servizi e dimensione del gruppo: il rapporto tra ricavi da commissione e ricavi totali è infatti più elevato per i gruppi di medie dimensioni;

7) sono peraltro i gruppi maggiori a registrare il maggiore apporto dalla gestione di o.i.c.v.m. , confermando così l'importanza della scala operativa in questa tipologia di attività.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

Nella prima parte dell'anno sul mercato degli strumenti finanziari si è manifestata una sensibile riduzione della raccolta di capitale canalizzata dalla borsa e l' aumento del volume degli scambi. Per quanto riguarda invece la gestione del risparmio per mezzo dei fondi comuni, è proseguito il processo di riallocazione della ricchezza finanziaria investita in fondi comuni iniziato nel 1999; si è verificato uno spostamento delle risorse dai fondi obbligazionari a quelli azionari e bilanciati che ha condotto ad una riduzione delle risorse gestite dai fondi obbligazionari dell' ordine del 40% nell' arco di meno di tre anni.

5.1 Emissioni lorde e nette di titoli

Nel corso dei primi sette mesi del 2000 l'ammontare delle emissioni lorde di titoli di debito pare mantenersi in linea con quanto registrato nello scorso anno (TAB. 5.1). Si rileva tuttavia una crescita delle emissioni lorde di obbligazioni che, a fine anno, dovrebbero attestarsi su valori superiori a quelli del 1999 (peraltro già in crescita rispetto agli anni precedenti). In crescita, seppure contenuta, anche il peso delle emissioni delle banche sul totale delle emissioni lorde (dal 16,2% al 17,5%).

Per quanto riguarda le emissioni nette, tra i titoli di Stato si registrano valori positivi per le emissioni a medio e lungo termine (pari a 47 mila miliardi di lire): tale ammontare è il risultato, da un lato, di emissioni nette positive per 78 mila miliardi di lire di titoli a tasso fisso e, dall'altro, di emissioni nette negative di titoli a tasso variabile per 31 mila miliardi di lire. Anche le emissioni di titoli di Stato a breve termine sono risultate negative per un importo pari a 17 mila miliardi di lire. Il mutamento nella composizione dell'offerta di titoli pubblici è associato alla evoluzione dei tassi di mercato indicando come il tasso ne abbia, forse, anticipato l'evoluzione e d abbia ad essa adattato la politica di emissione. In linea con il dato del 1999 sono le emissioni nette delle banche.

* 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	2000 gen-lug
EMISSIONI LORDE				
<i>Titoli di stato</i>	867	828	788	428
di cui: a breve termine	506	426	373	196
a medio /lungo termine	361	402	415	232
<i>Obbligazioni</i>	154	138	181	150
di cui: emesse dalle banche	148	136	157	101
Totale emissioni lorde	1.021	966	969	578
EMISSIONI NETTE				
<i>Titoli di stato</i>	12	40	15	30
di cui: a breve termine	-82	-35	- 35	- 17
a medio /lungo termine	94	74	50	47
<i>Obbligazioni</i>	95	53	37	40
di cui: emesse dalle banche	97	58	20	21
Totale emissioni nette	107	93	52	70

Fonte: Banca d'Italia

5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso dei primi nove mesi del 2000 il volume di risorse fresche canalizzate dalla borsa italiana si è sensibilmente ridotto rispetto all' anno precedente.

Il denaro raccolto con aumenti di capitale (TAB. 5.2) nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA (Borsa, Mercato Ristretto e Nuovo Mercato) è ammontato a 6.731 miliardi di lire a fronte di 29 operazioni contro gli oltre 42.379 miliardi di lire a fronte di 30 operazioni nel 1999 (16.035 miliardi e 47 operazioni nel 1998). In sensibile arretramento anche la dimensione media delle operazioni (232 miliardi di lire contro oltre 1.412 miliardi nel 1999 e 341 miliardi nel 1998). E' diminuita in conseguenza anche l' incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale sul controvalore degli scambi e sulla capitalizzazione. Rispetto all' anno precedente sono due i principali fattori che spiegano tale riduzione: la mancanza delle operazioni straordinarie connesse con l' Opa Telecom e l' intonazione riflessiva del mercato, che ha scoraggiato o indotto a rimandare le nuove emissioni.

Anche i collocamenti di azioni con offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione (TAB. 5.2) hanno mostrato importanti segni di flessione, dopo il massimo storico raggiunto nel 1999: il volume complessivo di risorse interessato da operazioni di Opvs è stato pari a 8.813 miliardi di lire a fronte di 29 operazioni (47.061 miliardi di lire a fronte di 30 operazioni nel 1999 e 23.456 miliardi a fronte di 23 operazioni nel 1998). E' sensibilmente diminuito anche l'importo medio delle operazioni (da 1.961 miliardi nel 1999 a 304 miliardi di lire). In questo caso la drastica riduzione è ampiamente spiegata dall'effetto distorsivo dal punto di vista statistico esercitato l'anno precedente dal collocamento Enel.

La raccolta complessiva canalizzata dalla borsa (aumenti di capitale e Opvs) è stata nel periodo esaminato pari a 15.544 miliardi di lire; di questa, circa il 43% è da ricondurre ad aumenti di capitale, mentre, con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato, si osserva la prevalenza della Borsa per gli aumenti di capitale (84,9% del totale) e del Nuovo Mercato per le Opvs (69,6% del totale). Marginale sotto entrambi i profili è invece stato il ruolo del Mercato Ristretto, che ha visto solo 4 operazioni di aumento di capitale (nessuna Opvs) per complessivi 290 miliardi di lire.

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

	1998	1999	2000 gen-set
<i>Aumenti di capitale di soc. quotate</i>			
numero operazioni	47	30	29
denaro raccolto (miliardi)	16.035	42.379	6.731
importo medio	341	1.412	232
in % della capitalizz. di fine periodo	1,71%	3,06%	0,42%
in % degli scambi del periodo	1,94%	4,35%	0,52%
<i>Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.</i>			
numero operazioni	23	30	29
denaro raccolto (mld)	23.456	47.061	8.813
importo medio	1.020	1.961	304
in % della capitalizz. di fine periodo	2,51%	3,40%	0,55%
in % degli scambi del periodo	2,86%	9,37%	0,68%

*Titoli quotati sul MTA sul Mercato Ristretto e, dal 1999, sul Nuovo Mercato

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni

5.3 La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni di diritto italiano

Nei primi nove mesi del 2000 l'andamento della raccolta netta e del patrimonio gestito dai fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano ha continuato la tendenza riflessiva iniziata nel quarto trimestre del 1999.

Nel periodo gennaio-settembre 2000 la raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano è stata negativa per 10.723 miliardi di lire; nel medesimo periodo dell'anno precedente la raccolta netta era stata positiva per poco meno di 50 mila miliardi di lire.

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie, nel periodo in esame la raccolta netta è stata pari a 67.080 miliardi di lire per i fondi azionari (74.680 miliardi l'intero anno precedente), a 31.577 miliardi di lire per i fondi bilanciati (34.733 miliardi di lire l'anno precedente) e a - 115.268 miliardi di lire per i fondi obbligazionari (-51.230 miliardi di lire nel 1999). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta negativa per 2.529 miliardi (+14.129 l'anno precedente) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata positiva per 8.405 miliardi (6.194 miliardi l'anno precedente) (TAB. 5.3). La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra variazioni pari a +47,8% per i fondi azionari, +61,8% per i fondi bilanciati, -44,8% per i fondi obbligazionari, -12% per i fondi di liquidità e +153,8% per i fondi flessibili (TAB. 5.4).

TAB. 5.3 - Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano
(in miliardi di lire)

Categorie di fondi	1998 totale	1999 totale	2000			
			I trim.	II trim.	III trim.	gen-set
Azionari	46.478	74.680	43.142	10.065	13.873	67.080
Bilanciati	23.385	34.733	17.963	8.442	5.172	31.577
Obbligazionari	242.911	-51.230	-72.703	-23.384	-19.181	-115.268
Liquidità	-	14.129	623	-366	-2.786	-2.529
Flessibili	-	6.194	5.391	2.424	591	8.405
Totale	312.774	78.506	-5.580	-2.813	-2.329	-10.723

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni

TAB. 5.4 – Dinamica della raccolta netta dei fondi comuni
(in percentuale sul patrimonio netto di fine periodo precedente)

Categorie di fondi	1997	1998	1999	2000 gen-set
azionari	+86,2	+59,5	+52,1	+47,8
bilanciati	+49,2	+105,4	+62,1	+ 61,8
obbligazionari	+71,5	+90,9	-9,8	-44,8
liquidità				-12,0
flessibili				+153,8
Totale	72,6	85,1	+10,8	-2,26

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni

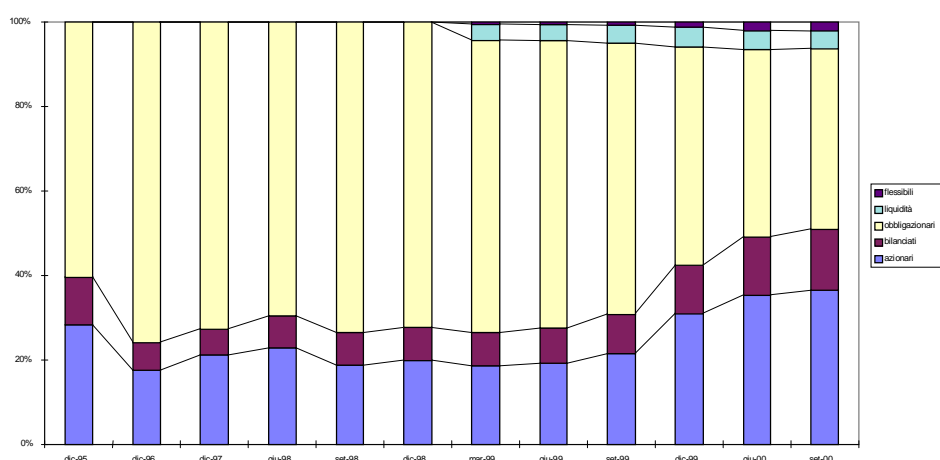
La raccolta netta complessiva attribuibile ai fondi gestiti da intermediari italiani (comprendendo nell'aggregato quindi anche i fondi lussemburghesi storici e i fondi di diritto estero costituiti da intermediari italiani) è stata nel periodo in esame positiva per 47.102 miliardi di lire. I maggiori flussi di sottoscrizioni nette hanno interessato i fondi esteri gestiti costituiti (e spesso distribuiti) da intermediari italiani (per complessivi 48.000 miliardi di lire), mentre i fondi lussemburghesi storici hanno raccolto complessivamente 9817 miliardi di lire.

Il patrimonio netto gestito dai fondi comuni italiani è sostanzialmente invariato rispetto all'anno precedente, essendo passato da 920.305 miliardi di lire a fine dicembre 1999 a 919.771 miliardi di lire a fine settembre 2000. Estendendo l'analisi anche ai fondi esteri gestiti da intermediari italiani, il patrimonio gestito passa, nell'arco del medesimo periodo di osservazione, da 1.040.000 a 1.106.000 miliardi di lire (con progresso pari al 6,3%). Una forte dinamica si è inoltre registrata fra le componenti del patrimonio complessivamente gestito. Le diverse categorie di fondi di diritto italiano hanno mostrato infatti comportamenti marcatamente differenziati; la variazione del patrimonio gestito (che risente sia della dinamica della raccolta netta sia della variazione del prezzo di valorizzazione degli attivi gestiti) è stata pari a +23,4% per i fondi azionari, a +34,7% per i fondi bilanciati e a +76,1% per i fondi flessibili; a -21% per i fondi obbligazionari e a -3,9% per i fondi di liquidità.

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

rappresentano (FIG. 5.1) a fine settembre 2000 il 42,8% del patrimonio complessivo (51,6% a fine 1999, 72,4% a fine 1998 e ben 73% a fine 1997); i fondi azionari il 36,5% (30,9% a fine 1999, 19,9% a fine 1998 e 22% a fine 1997), i fondi bilanciati il 14,5% (11,5% a fine 1999, 7,8% a fine 1998 e solo il 6% fine 1997).

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



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

In poco meno di tre anni quindi la quota rappresentata dai fondi obbligazionari si è ridotta del 40%, quella dei fondi azionari è aumentata del 65% e quella dei fondi bilanciati è aumentata del 142%.

A tali categorie va aggiunta l'incidenza dei fondi di liquidità (4,3% del patrimonio complessivo, sostanzialmente in linea con quanto osservato a fine 1999) e di quelli flessibili (2% rispetto all'1,3% di fine 1999).

Con riferimento al patrimonio gestito, i fondi esteri e lussemburghesi storici rappresentavano, a fine settembre 2000, il 16,9% del patrimonio complessivamente gestito mediante fondi comuni da intermediari italiani.

E' quindi proseguito a ritmi elevati il processo di riallocazione della ricchezza finanziaria gestita per mezzo di fondi comuni; il dato osservato con riferimento alla modificazione dei pesi relativi delle diverse categorie di fondi è da ricondurre nel periodo osservato prevalentemente allo spostamento di risorse da una categoria all'altra da parte degli investitori (revisione dell'*asset allocation*),

mentre ha avuto un impatto inferiore l'evoluzione del valore degli attivi gestiti. Le cause di tale fenomeno sono da ricercare in primo luogo nella maggiore maturità con la quale i sottoscrittori di fondi effettuano le loro scelte di investimento. A questo proposito, i fondi obbligazionari paiono aver terminato di esercitare la funzione di "strumento di transizione" da forme di risparmio prevalentemente amministrato che li aveva caratterizzati nella fase di espansione del settore osservata a partire dal 1997. Il portafoglio dei sottoscrittori si è quindi riequilibrato, a livello aggregato, per comprendere porzioni significative di prodotti azionari e ha assunto un profilo di rendimento-rischio più coerente con la natura di investimento di lungo periodo dello strumento. In secondo luogo, la riallocazione citata ha ragioni di tipo congiunturale, connesse con la deludente redditività, in periodo di tassi di interesse crescenti, dei fondi obbligazionari e, congiuntamente, con la buona performance dei fondi azionari soprattutto nella prima parte del periodo esaminato. Oltre alla riallocazione per *asset class*, è continuata la riallocazione "geografica", favorita (si veda in proposito Osservatorio Monetario 2-2000) da fattori fiscali.

Per quanto riguarda le società di gestione, la concentrazione del settore è sostanzialmente stabile: il coefficiente di concentrazione calcolato sulle prime 3, 5 e 10 società risulta fine settembre 2000 pari rispettivamente a 33%, 44,5% e 63,8%, contro coefficienti pari rispettivamente a 34,2%, 45,7% e 62,7% a fine 1999 (e a 29,8%, 42,5% e 62,7% nel 1998). Se si tiene conto della struttura proprietaria delle società di gestione (sommando il patrimonio gestito di tutte le società, giuridicamente distinte, facenti capo a singoli gruppi), il grado di concentrazione risulta invece in sensibile aumento, i primi 3 gruppi (rispettivamente Banca Intesa, S.Paolo-Imi e Unicredito Italiano), che a fine 1998 controllavano il 42,0% del patrimonio gestito del settore, a fine 1999 rappresentano il 45,3% e a fine maggio 2000 il 50,8%; i primi 5 (comprendendo quindi anche Arca e gruppo Bipop) sono passati dal 56,7% a fine 1998 al 58,6% a fine 1999 e al 61,8% a fine settembre 2000.

La dinamica del processo di concentrazione per società di gestione è comunque il riflesso di scelte effettuate al di fuori dello specifico settore della gestione collettiva del risparmio e in particolare, nel periodo in esame, sono riconducibili all'operazione di integrazione Banca Intesa – Comit. Con riferimento a fattori endogeni al settore delle Sgr, va osservato che una maggiore

concentrazione, e quindi l'affermazione di intermediari di maggiori dimensioni, favorisce lo sfruttamento di economie di scala nella fase di produzione del servizio (ricerca e gestione). Tale concentrazione è, fra l'altro, favorita dall'attuale assetto normativo che fa delle Sgr il veicolo d'elezione per diverse forme di gestione del risparmio, consentendo loro, come noto, la gestione, oltre che dei fondi comuni aperti, anche di fondi chiusi e fondi pensione, nonché di portafogli individuali.

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 nove mesi del 2000 è stato in ulteriore e sensibile aumento rispetto ai già importanti livelli raggiunti l'anno precedente. Tale aumento è avvenuto soprattutto nei primi mesi dell'anno, mentre livelli di attività più contenuti (seppur sempre elevati con riferimento al trend storico) si sono osservati nei mesi estivi.

Gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.5) sono ammontati nel periodo a 1.213.329 miliardi di lire (976.428 miliardi di lire l'intero anno precedente) con una media giornaliera pari a 6.352 miliardi (+65,7% rispetto ai 3.834 miliardi di media giornaliera dell'anno precedente). Il coefficiente di *turnover* delle azioni quotate in borsa - rapporto fra il controvalore degli scambi e la semisomma della capitalizzazione di inizio e fine periodo - è stato nel periodo in esame pari al 111% (annualizzato) contro l'84,2% del 1999 e il 107% del 1998.

Il segmento di mercato con la più elevata dinamica è stato quello dei *covered warrant* con riferimento ai quali gli scambi sono passati da 27.509 a 41.974 miliardi di lire (+103% calcolato sulla media giornaliera).

I titoli scambiati sul Nuovo Mercato hanno fatto registrare nel periodo contrattazioni per complessivi 46.649 miliardi di lire, con media giornaliera pari a 244 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 18.588 miliardi di lire (26.840 miliardi di lire l'anno precedente e 27.940 nel 1998) e quelli di titoli di Stato a 213.441 miliardi di lire (294.404 miliardi di lire nel 1999 e 311.172 nel

1998). In media giornaliera si è osservato un lieve arretramento sia per le obbligazioni (-9,4%; 96 miliardi di lire contro i 106 miliardi del 1999) sia per i titoli di Stato (-3,5%; da 1.157 a 1.117 miliardi di lire).

TAB. 5.5 - Scambi sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. (migliaia di miliardi di lire)

Strumento	1998	1999	2000 gen- set
Azioni italiane	818,0	976,4	1.213,3
Warrant	18,4	5,9	4,1
Covered warrant	4,6	27,5	41,9
Obbl.convertibili	6,2	2,0	1,7
Diritti	4,9	0,9	0,7
Azioni NM		6,8	46,6
Obbligazioni	27,9	26,8	18,6
Tit. Stato (Mot)	311,2	294,4	213,4
Tit. Stato (Mts)	6.295,2	4.668,9	2.454,8*
Strumenti derivati			
Fib30			
<i>num.contratti</i>	<i>5.896.316</i>	<i>5.094.312</i>	<i>3.256.476</i>
val.scambi	1.893,2	1.753,9	1.456,5
Midex			
<i>num.contratti</i>	<i>30.070</i>	<i>5.144</i>	<i>1.825</i>
val.scambi	3,5	0,7	304
Mibo30			
<i>num.contratti</i>	<i>1.617.183</i>	<i>2.236.241</i>	<i>2.142.999</i>
val.scambi	517,5	511,5	469,6
Isoalfa			
<i>num.contratti</i>	<i>1.297.438</i>	<i>1.947.931</i>	<i>2.142.999</i>
val.scambi	41,0	54,5	79,2

* Gen-Ago 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 migliaia miliardi di lire nel 1999 a 1.456,5 migliaia di miliardi di lire nel periodo esaminato (con un aumento del 10,5% sulla media giornaliera, passata da 6.905 miliardi di lire a 7.628 miliardi di lire).

Anche le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare un forte incremento (+22,1%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata da 2.014 miliardi di lire a 2.459 miliardi; per quanto riguarda il numero dei contratti si è passati da 2,24 milioni nel 1999 (8.804 contratti in media

giornaliera) a 2,14 milioni di contratti nel periodo gennaio-settembre 2000 (11.220 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 415 miliardi di lire (+93,9%).

In ulteriore flessione rispetto all'anno precedente è invece stata l'attività sul future Midex, passata da un controvalore pari a 684 miliardi di lire a 304 miliardi (gli scambi erano stati pari a 3.519 miliardi nel 1998), con una media giornaliera pari a soli 1,6 miliardi di lire, mentre il numero di contratti scambiato è passato da 5.144 (20,3 in media giornaliera) a 1.825 (9,55 in media giornaliera).

Per quanto riguarda l'Mts, gli scambi di titoli di Stato nel corso del 2000 evidenziano un ulteriore e consistente calo rispetto all'anno precedente (-21,1% annualizzato).

Con riferimento agli strumenti derivati azionari, quindi, il panorama appare variegato; accanto ad alcune conferme di prodotti di successo (Fib30, Mibo30, opzioni Isoalfa) altri non sono riusciti a decollare (*future* Midex). Quest'ultimo contratto pare avere problemi di *design*. Nei mercati dei derivati infatti gli operatori ricercano liquidità e standardizzazione; tende quindi a emergere, per ogni categoria di rischio, il prodotto più liquido, mentre i contratti di minor successo si affievoliscono progressivamente. Pare essere stato questo il percorso del *future* Midex (che presumibilmente non presenta, agli occhi dei partecipanti al mercato, caratteri di specificità sufficienti rispetto al Fib30) e dei prodotti negoziati sul Mif (che a loro volta non presentano specificità sufficienti rispetto al più liquido *futures* sul Bund).

Nel periodo in esame una interessante innovazione di prodotto ha interessato il mercato dei derivati in occasione del lancio da parte di Borsa Italiana del cosiddetto. "miniFib". Le caratteristiche contrattuali dello strumento sono analoghe a quelle del Fib30, con le seguenti importanti differenze:

- il valore di un punto dell'indice è fissato pari a 1 euro (anziché 5 euro) e quindi il valore del contratto ne risulta corrispondentemente scalato verso il basso
- il margine iniziale è pari al 7,5%;
- le scadenze negoziabili sono in ogni giorno di borsa aperta la più vicina e quella immediatamente successiva del ciclo di liquidazione su quattro scadenze annuali (sul Fib30 sono negoziabili tutte e quattro le scadenze).

Dopo l'istituzione del mercato *after hours*, con il lancio del “miniFib” la Borsa Italiana prosegue nella strategia di avvicinamento del *design* di alcuni segmenti del mercato alle esigenze di gruppi molto specifici, e presumibilmente piuttosto volatili, di utilizzatori del mercato quali gli *on line traders*.

5.5 Le offerte di azioni finalizzate alla quotazione di borsa (Ipo): un aggiornamento

Nel precedente numero di Osservatorio Monetario era stata presentata una indagine sulle offerte di azioni finalizzate alla quotazione di borsa effettuate in Italia nel periodo 1996-maggio 2000. Anche in considerazione dell'intensificarsi del fenomeno durante i mesi estivi dell'anno in corso (20 operazioni nel periodo giugno-agosto contro 7 operazioni nel periodo gennaio-maggio), si propone ora un aggiornamento dei dati riguardanti talune caratteristiche delle Ipo effettuate.

TAB. 5.6 - Offerte al pubblico effettuate nel 1999 e nel periodo gennaio-agosto 2000 (dati in miliardi di lire)

	N. Ipo (di cui al Nuovo mercato)		Controvalore Ipo				Totale %	
			Ops	%	Opv	%		
1999	27	(6)	2.792	27,0 (*)	41.748 (**)	73,0 (*)	42.379 (**)	100
<i>gen-mag 2000</i>	7	(6)	4.465	96,2	174	3,8	4.639	100
<i>giu-ago 2000</i>	20	(14)	2.764	70,8	1.141	29,2	3.905	100
<i>gen-ago 2000</i>	27	(20)	7.229	84,6	1.315	15,4	8.544	100

(*) al netto del peso percentuale dell'operazione Enel (**) 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.

Dalla tabella 5.6 si rileva la preponderanza di offerte di azioni destinate alla quotazione sul Nuovo Mercato (20 su 27 nel corso del 2000), in linea con la tendenza emersa negli ultimi mesi dello scorso anno.

Poiché le società di cui viene chiesta la quotazione al Nuovo Mercato - in linea con le caratteristiche e gli obiettivi di quest'ultimo - sono per lo più di nuova costituzione, è risultato prevalente il ricorso all'offerta pubblica di sottoscrizione (pari all'84,6% dell'ammontare offerto) e corrispondentemente esigua l'offerta di azioni già in circolazione.

Il fatturato medio delle società collocate nel 2000 ha subito un ridimensionamento rispetto a quello rilevato negli anni precedenti a motivo dell'incremento delle ammissioni di società al Nuovo Mercato per le quali in circa l'80% dei casi il fatturato è risultato inferiore a 100 miliardi di lire. Inoltre, con riferimento ai settori di appartenenza delle società offerte, per le società destinate alla quotazione in borsa è proseguito il trend rilevato negli anni precedenti che ha visto un progressivo incremento del peso delle società del settore dei servizi e una contestuale riduzione di quello delle società industriali; per le società ammesse al Nuovo Mercato nel corso del 2000 si è registrata la netta prevalenza (90% del totale) del settore dei servizi, soprattutto inerenti attività *high tech* o legate alle telecomunicazioni.

Per quanto riguarda i destinatari delle offerte si rileva che anche per le operazioni effettuate nel 2000 la quota maggiore dei titoli offerti è destinata agli investitori istituzionali: per le società destinate alla quotazione in borsa la quota di titoli riservata agli investitori istituzionali è stata pari a circa il 66% (contro il 55% del 1999) del numero complessivo di titoli offerti, mentre per le società destinate al Nuovo Mercato le operazioni effettuate nel 2000 hanno visto ridursi, seppure marginalmente (dal 72% al 70%), la quota di titoli riservata agli investitori istituzionali.

Come richiamato nel precedente Osservatorio Monetario, uno dei fenomeni che ha caratterizzato significativamente le offerte di azioni è stata la cosiddetta *oversubscription*, ossia l'eccesso di domanda di titoli rispetto all'offerta. Se ci si limita ad osservare il rapporto tra numero di azioni richieste e numero di azioni assegnate agli investitori retail, si nota che esso tende a ridursi per le operazioni effettuate nel corso dell'estate del 2000. Infatti, tale rapporto si è dimezzato rispetto al valore registrato nel 1999 sia per le offerte di titoli destinati alla quotazione in borsa (da 6,7 volte a 3,8 volte) sia per le offerte di titoli destinati al Nuovo Mercato (da 21,6 volte a 10,9 volte). Ciò è da ricondurre in particolare alla tiepida accoglienza riservata alle matricole nell'estate del 2000 a causa dell'elevato numero di collocamenti avvenuti in un breve arco di tempo, del mutato approccio verso i titoli *high tech* (per i quali l'attenzione non è stata più data solamente al tipo di business proposto, bensì ai fondamentali di bilancio e al loro confronto con i *competitors* internazionali) e dell'insoddisfacente risultato in termini di performance per talune delle operazioni effettuate.

6. ITALIA E INVESTIMENTI INTERNAZIONALI DI PORTAFOGLIO*

Nel corso degli anni Ottanta e Novanta si è registrata una crescita rilevante dei flussi internazionali di capitali, sia sotto forma di investimenti di portafoglio, sia sotto forma di investimenti diretti. La diversificazione sull'estero dei portafogli dei risparmiatori sta assumendo crescente rilevanza nel nostro paese, tanto da suscitare attenzione e preoccupazione da parte delle nostre autorità monetarie. In uno dei suoi recenti interventi, il Governatore della Banca d'Italia ha infatti affermato che: "... Il risparmio è materia prima per gli investimenti e lo sviluppo. Il suo ammontare elevato non viene completamente impiegato all'interno; ... il suo impiego nell'economia nazionale, a vantaggio della crescita e dell'occupazione, si rivela ancora insufficiente".

Il presente capitolo si propone pertanto di offrire alcune indicazioni sugli investimenti internazionali di portafoglio da e verso l'Italia, nel corso degli ultimi dieci anni, durante i quali sono state eliminate in modo sostanziale le barriere istituzionali ai movimenti internazionali dei capitali.

6.1 Il quadro generale di riferimento

Per fissare le idee, è innanzitutto opportuno precisare che cosa si intende per investimenti diretti ed investimenti di portafoglio. Secondo la definizione dell'IMF, si definiscono diretti gli investimenti effettuati per acquisire un "interesse durevole" in un'impresa, dove l'"interesse durevole" deriva dall'acquisizione di almeno il 10% delle azioni ordinarie o dei diritti di voto. Tutti gli altri investimenti sono invece considerati investimenti di portafoglio.

La distinzione tra investimenti diretti ed investimenti di portafoglio non è tuttavia priva di incertezze, in quanto il concetto di "interesse durevole" può essere variamente definito. Diversi paesi stabiliscono, infatti, misure diverse di partecipazione al capitale di una società perché l'investimento sia considerato diretto.

Un ulteriore aspetto da sottolineare concerne la difficoltà di analizzare i dati sugli investimenti internazionali, diretti e di portafoglio. Tale difficoltà deriva

* A cura di M. Flavia Ambrosanio e G. Turati.

innanzitutto dall'esistenza di più fonti statistiche, nazionali ed internazionali, che presentano dati di natura diversa, spesso disomogenei; in secondo luogo, dalla qualità dei dati, che rendono complessa l'individuazione dell'esatta direzione dei flussi internazionali di capitale. Ciò richiede pertanto cautela nell'interpretazione e nelle valutazioni.

Sulla base di questa premessa, una prima osservazione generale concerne l'insieme dei paesi dell'area OCSE, per i quali i flussi di capitale in uscita sono passati dai 64 miliardi di dollari nel periodo 1976-1980 ai 571 miliardi di dollari nel periodo 1991-1995, agli oltre 900 miliardi di dollari nel 1996; i flussi in entrata hanno registrato un'analogha evoluzione superando i 1.000 miliardi di dollari nel 1996 (TAB. 6.1).

TAB. 6.1 – I flussi di investimenti internazionali nei paesi OCSE
(miliardi di dollari)

	1976-80	1981-85	1986-90	1991-95	1996
Flussi in uscita	64.0	105.8	347.9	571.0	901.0
di cui:					
- investimenti diretti	40.1	42.7	159.7	207.1	318.0
- investimenti di portafoglio	23.9	63.1	188.2	363.9	583.0
Flussi in entrata	59.3	108.8	364.1	583.3	1140.0
di cui:					
- investimenti diretti	24.2	36.7	128.5	141.4	320.0
- investimenti di portafoglio	35.1	72.1	235.6	446.9	820.0
Quota invest. di portafoglio					
- sui flussi in uscita	37,3%	59,6%	54,1%	63,7%	64,7%
- sui flussi in entrata	59,2%	66,3%	64,7%	76,0%	71,9%

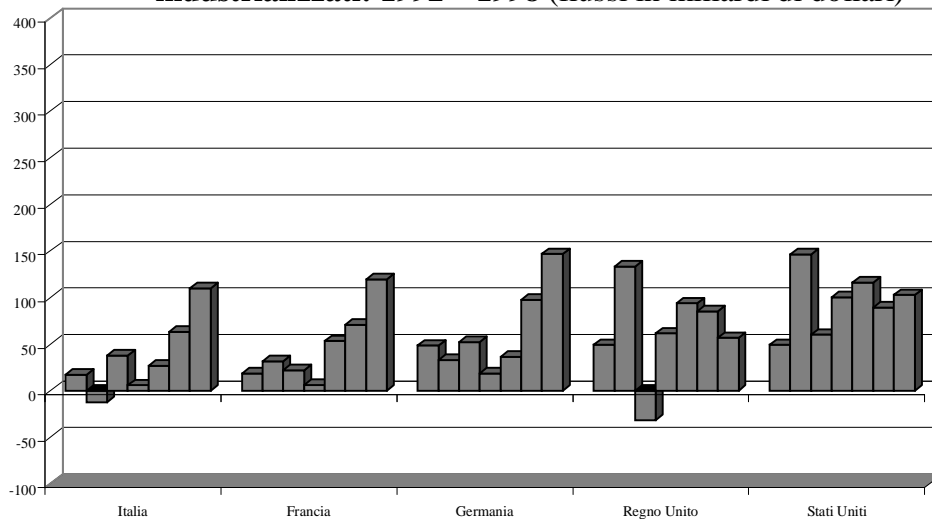
Fonte: fino al 1995, Howell H. Zee, Taxation of financial capital, *National Tax Journal*, 1998; per il 1996, OCSE, Taxation of Cross-Border Portfolio Investment, 1999

Alla crescita dei flussi si è accompagnato un cambiamento nella loro composizione, con la rilevante crescita del peso degli investimenti di portafoglio, che rappresentavano nel 1996 ormai il 65% dei flussi in uscita e il 72% di quelli in entrata.

E' interessante notare che i flussi in entrata sono superiori ai flussi in uscita, ad indicare che, se i dati sono correttamente rilevati, una quota significativa degli investimenti di portafoglio nell'area OCSE sono finanziati *offshore*, cioè dall'esterno del gruppo dei paesi considerati.

Le figure 6.1 e 6.2 illustrano i flussi netti in uscita ed in entrata dei soli investimenti di portafoglio dal 1992 al 1998 nei principali paesi industrializzati. I flussi netti in uscita rappresentano il saldo tra investimenti e disinvestimenti all'estero dei residenti in un certo paese; un flusso netto negativo sta dunque ad indicare che i disinvestimenti nel periodo sono stati maggiori degli investimenti. In modo analogo sono definiti i flussi netti in entrata.

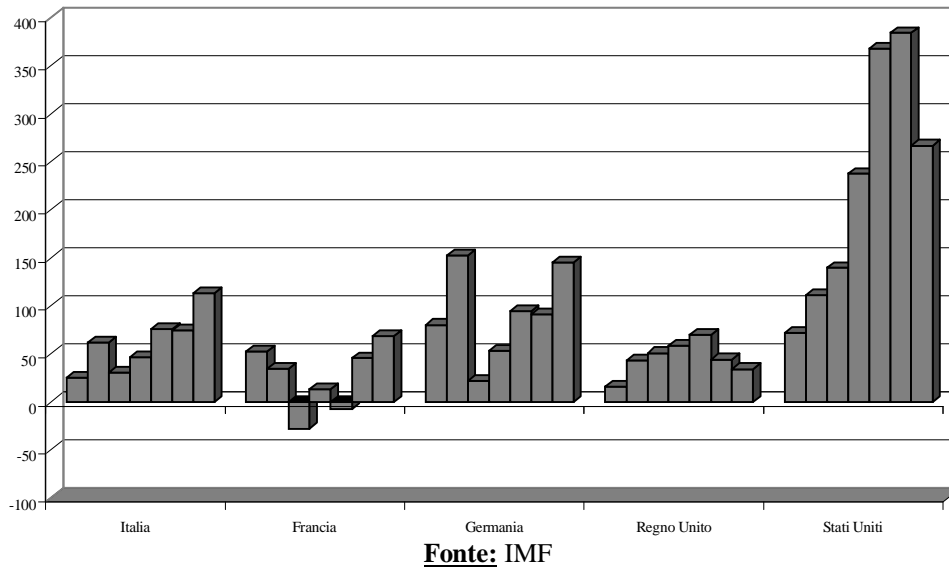
FIG. 6.1 - Investimenti netti di portafoglio dei residenti in alcuni paesi industrializzati: 1992 – 1998 (flussi in miliardi di dollari)



Fonte: IMF

Per quanto riguarda i flussi netti in uscita, si osserva una crescita sostanziale, soprattutto negli ultimi due anni, per l'Italia, la Francia e la Germania. Nel caso del Regno Unito invece, dopo una fortissima espansione nel 1993, gli investimenti netti all'estero da parte di residenti nel 1998 sono di poco superiori ai livelli del 1992, con una dinamica altalenante. Un andamento analogo si registra anche per gli Stati Uniti dove, dopo un picco nel 1993, i flussi netti in uscita sono ritornati ai livelli del 1995.

FIG. 6.2 - Investimenti netti di portafoglio dei non residenti in alcuni paesi industrializzati: 1992 – 1998 (flussi in miliardi di dollari)



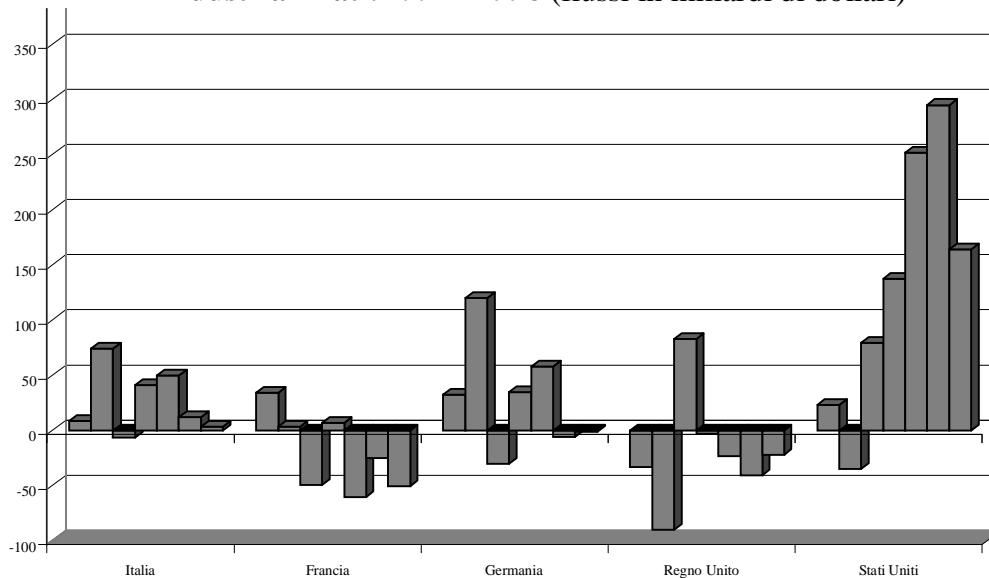
In relazione ai flussi in entrata, si rileva un netto divario tra la posizione degli Stati Uniti e quella degli altri paesi considerati, che sono caratterizzati da *inflows* netti di dimensioni molto più modeste.

La figura. 6.3 illustra infine i saldi complessivi tra flussi in entrata e in uscita (flussi netti dei non residenti meno flussi netti dei residenti) e mostra che negli Stati Uniti il saldo è sempre risultato positivo ad eccezione del 1993. Al contrario, la Francia ed il Regno Unito hanno sperimentato quasi sempre saldi negativi. Per l'Italia, negli ultimi quattro anni, il saldo appare positivo ma in drastica riduzione.

6.2 La situazione dell'Italia

La situazione italiana è innanzitutto caratterizzata dalla modesta rilevanza dei flussi netti di investimenti diretti rispetto a quelli di portafoglio. Per quanto riguarda i flussi netti in uscita, nel 1999 a fronte di 250.968 miliardi di lire per investimenti di portafoglio, gli investimenti diretti sono stati di soli 7.975 miliardi. Similmente, nel 1999 gli afflussi netti di portafoglio sono ammontati a 173.025 miliardi contro afflussi diretti per 13.102 miliardi.

FIG. 6.3 - Differenza tra investimenti netti di portafoglio dei residenti e investimenti netti dei non residenti in alcuni paesi industrializzati: 1992 - 1998 (flussi in miliardi di dollari)



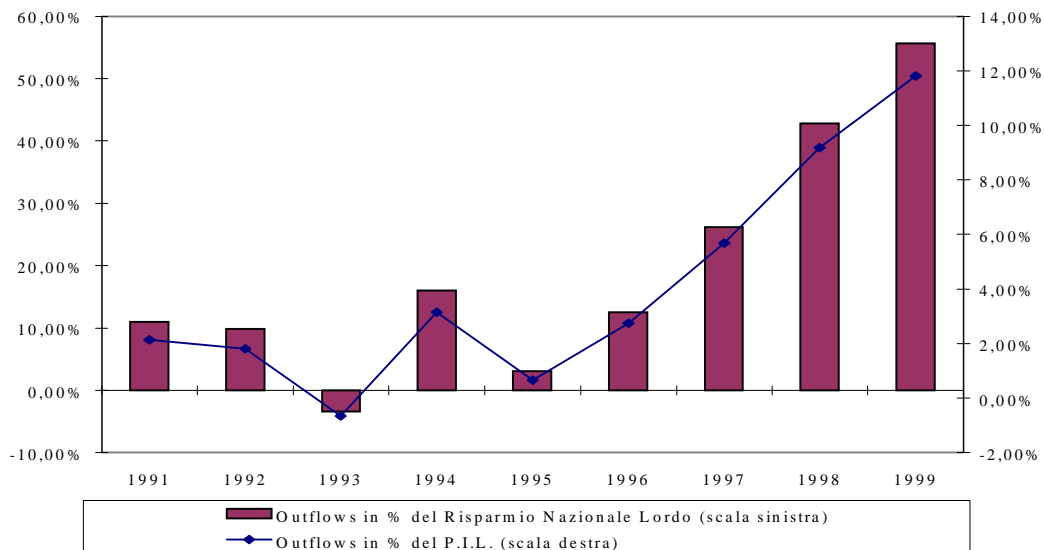
Fonte: IMF

L'impiego del risparmio nazionale in attività finanziarie acquistate all'estero si è notevolmente accresciuto a partire dal 1995 (FIG. 6.4). La quota di investimenti netti di portafoglio all'estero ha infatti raggiunto, nel 1999, il 55% del risparmio nazionale lordo, che corrisponde al 12% misurato in termini di PIL. Su queste basi, il Governatore della Banca d'Italia ha sottolineato che “[...] Il flusso di investimenti di portafoglio verso l'estero da parte dei risparmiatori italiani negli ultimi anni è aumentato rapidamente. [...] La presenza di titoli esteri nei portafogli dei risparmiatori italiani [...] è destinata a crescere con il proseguire della diversificazione”.

La crescente diversificazione internazionale dei portafogli non è un fenomeno che riguarda soltanto il nostro paese e qualche elemento ulteriore di valutazione si può trarre dal confronto con i principali *partner* europei (TAB. 6.2). L'aumento degli investimenti netti di portafoglio all'estero da parte dei residenti si è verificato anche in Francia e in Germania, senza tuttavia raggiungere i livelli sperimentati nel caso italiano. Al contrario, la Gran Bretagna ha mostrato, a partire dal 1996, una progressiva riduzione della quota di risparmio nazionale

impiegato nell'acquisto di attività finanziarie all'estero. Tuttavia, come si vedrà in seguito, il dato relativo alla Gran Bretagna assume probabilmente un significato diverso rispetto agli altri paesi per il ruolo di Londra nell'intermediazione dei flussi internazionali di capitali. Se si considera l'area Euro nel suo complesso, la quota di risparmio diretta all'esterno è passata dal 23,3% nel 1998 al 24,1% nel 1999. Il confronto tra questo dato e quelli riferiti ai singoli paesi evidenzia rilevanti flussi di investimenti di portafoglio *tra* i paesi dell'area Euro. La situazione è, come noto, ben diversa nel caso degli Stati Uniti, dove meno del 10% del risparmio viene impiegato all'estero.

**FIG. 6.4 - Investimenti netti di portafoglio dei residenti:
% del risparmio nazionale lordo e del PIL**



Fonte: Banca d'Italia

**TAB. 6.2 - Investimenti netti di portafoglio all'estero dei residenti:
% del risparmio nazionale lordo**

Paesi	1992	1995	1996	1997	1998	1999
Italia	7,6	2,5	10,0	25,1	43,6	55,6
Francia	6,7	2,1	17,8	24,5	39,3	n.d.
Germania	10,3	3,5	7,2	21,4	31,5	n.d.
Gran Bretagna	31,8	33,4	47,3	35,6	22,0	n.d.
Area Euro	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	23,3	24,1
Stati Uniti	5,8	8,8	9,4	6,5	n.d.	n.d.

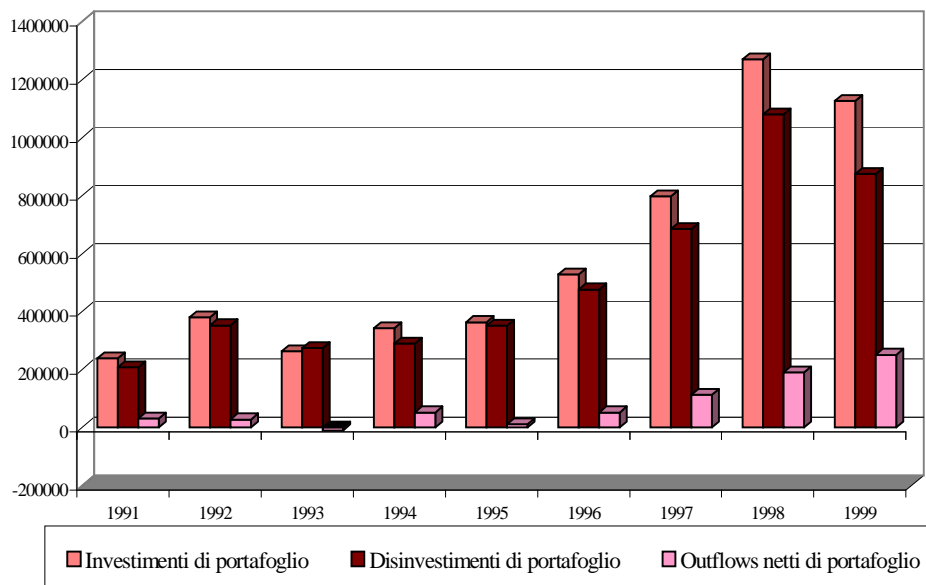
Fonte: nostre elaborazioni su dati OCSE, IMF e BCE.

6.3 Gli investimenti netti di portafoglio all'estero degli italiani

La figura 6.5 illustra gli investimenti ed i disinvestimenti di portafoglio all'estero degli italiani e mostra una crescita dei flussi netti in uscita da 31.000 miliardi di lire nel 1991 a circa 251.000 miliardi nel 1999. Va rilevato come i deflussi netti derivino da volumi di investimenti e disinvestimenti di gran lunga inferiori rispetto a quelli che generano gli influssi netti. A titolo di esempio, nel 1999, a fronte di 1.126.120 miliardi di investimenti italiani all'estero (accompagnati da 875.152 miliardi di disinvestimenti), si sono registrati 6.502.022 miliardi di investimenti esteri in Italia (accompagnati da 6.328.997 miliardi di disinvestimenti).

Gli investimenti degli italiani all'estero si dirigono prevalentemente verso gli altri paesi europei, che hanno assorbito una quota pari al 62% del totale nel 1997 (solo il 23% del totale si è diretto verso gli altri paesi dell'area Euro) contro il 15% dell'America ed il 3% dei paesi asiatici (FIG. 6.6). Tra i paesi europei, la parte più rilevante si muove verso il Regno Unito, seguito dal Lussemburgo e dalla Germania (FIG. 6.7).

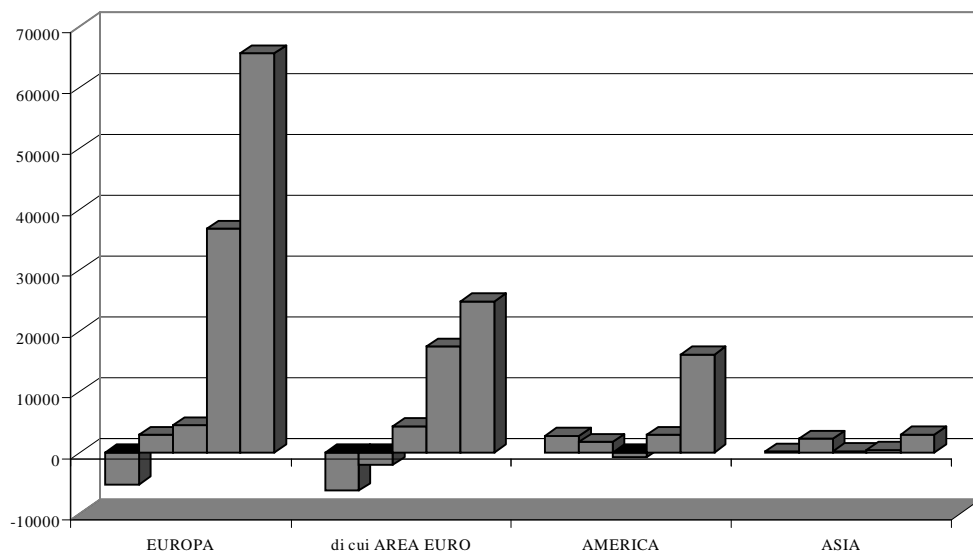
FIG. 6.5 - Investimenti e disinvestimenti di portafoglio degli italiani all'estero: 1991 – 1999 (flussi in miliardi di lire)



Fonte: Banca d'Italia

E' opportuno sottolineare alcune proprietà e caratteristiche dei dati finora presentati. Il fatto che il Regno Unito sia il principale paese di destinazione degli *outflows* netti dei residenti in Italia non implica necessariamente l'acquisto di attività finanziarie inglesi. Consideriamo ad esempio il caso di una banca inglese che ha *in portafoglio* titoli di Stato tedeschi; se un residente in Italia acquista questi titoli dalla banca inglese, le statistiche rilevano un *outflow* dall'Italia verso il Regno Unito. Diverso invece è il caso di un investitore italiano che sottoscrive un'attività finanziaria tedesca attraverso un intermediario inglese: le statistiche italiane rilevano un *outflow* dall'Italia verso la Germania. I consistenti flussi di risparmio verso il Regno Unito sembrano quindi confermare il ruolo preminente della piazza di Londra in Europa per la negoziazione di valori mobiliari, e non un interesse rilevante dei risparmiatori italiani verso i titoli inglesi.

FIG. 6.6 - Deflussi netti di portafoglio dall'Italia per aree geografiche: 1993-1997 (flussi in miliardi di lire)



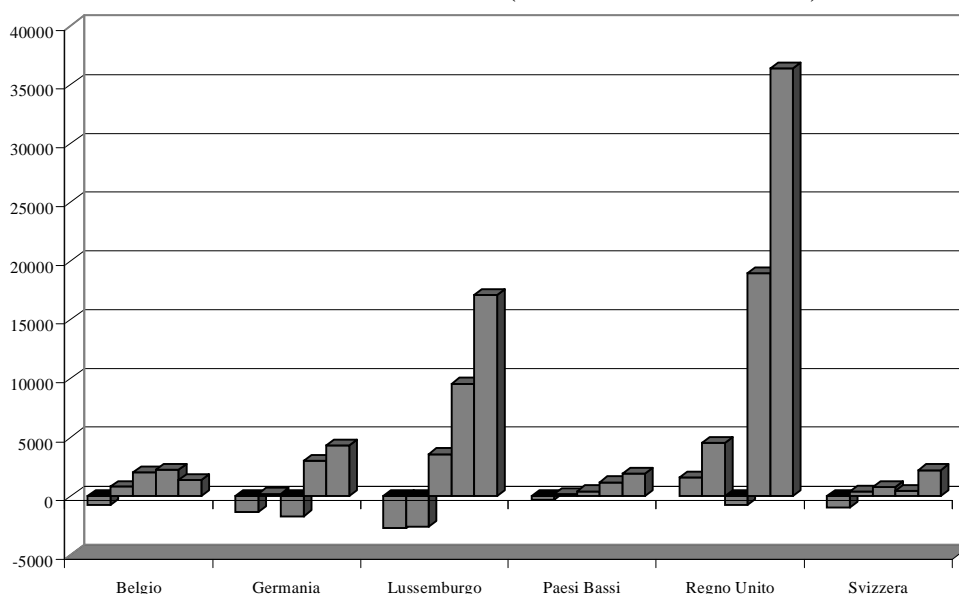
Fonte: UIC

Se si analizzano le tipologie di strumenti finanziari acquistate all'estero (FIG. 6.8) emerge un andamento irregolare in relazione all'investimento azionario e in titoli di Stato, con l'alternarsi di periodi di disinvestimenti netti (come nel 1995 e 1996 per le azioni e nel 1994 per i titoli di Stato) e periodi di investimenti

netti (si osservi il *boom* di investimenti netti in titoli azionari ed in titoli di Stato nel 1997). Appaiono in crescita le quote di fondi comuni di investimento e sostanzialmente stabili gli investimenti in strumenti derivati. Occorre precisare che la voce “Altri strumenti finanziari” include gli importi non ripartibili e le operazioni fino a 20 milioni di lire.

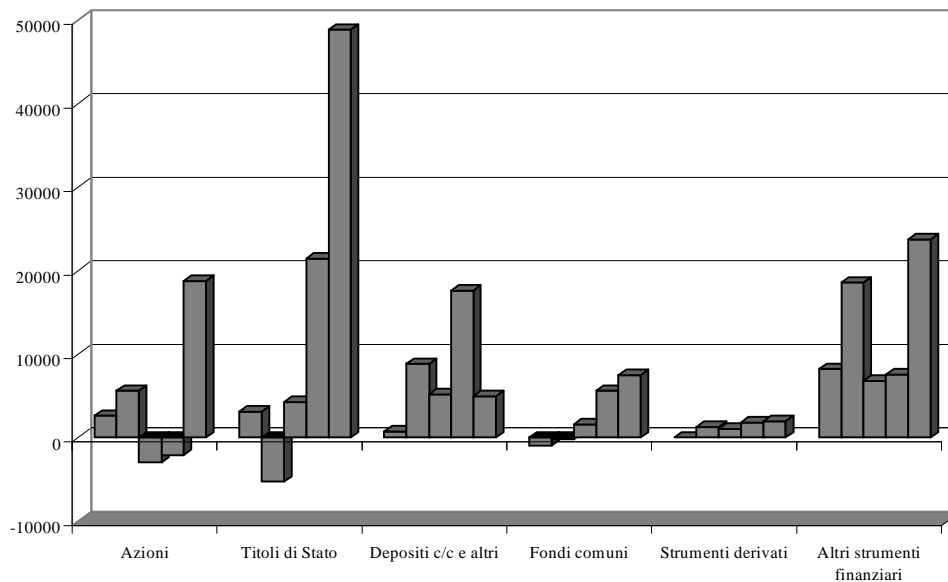
Dal punto di vista delle categorie di investitori (FIG. 6.9), i deflussi netti più rilevanti provengono, a partire dal 1996, dal sistema bancario e dagli altri intermediari finanziari. L’attività di investimento all’estero delle famiglie italiane appare in crescita, soprattutto se si considera che una parte degli importi non ripartiti è sicuramente imputabile a questo settore. Flussi più modesti riguardano invece le imprese assicurative e le imprese industriali.

FIG. 6.7 - Deflussi netti di portafoglio dall’Italia per paesi europei di destinazione: 1993-1997 (flussi in miliardi di lire)



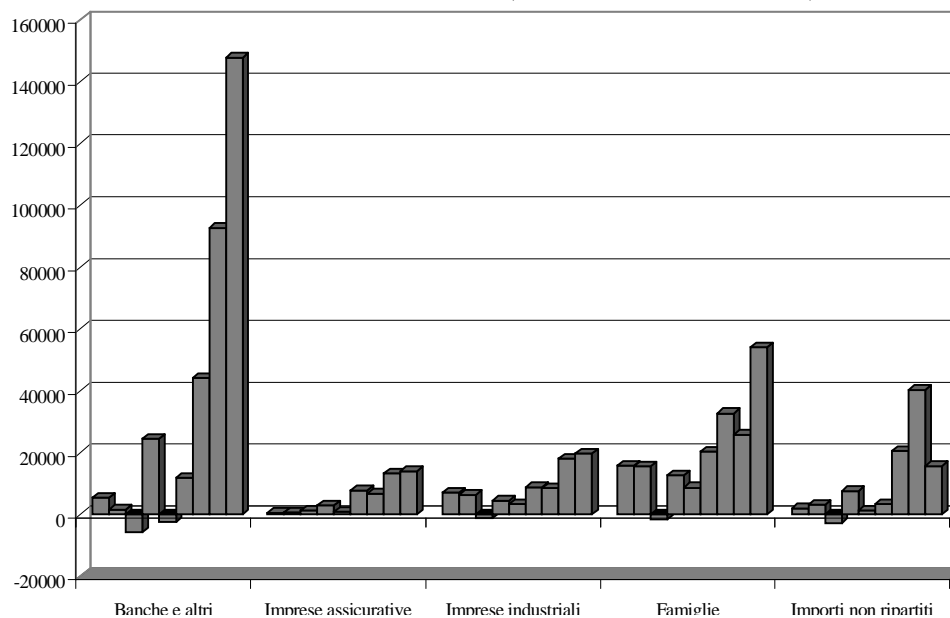
Fonte: UIC

FIG. 6.8 - Deflussi netti di portafoglio dall'Italia per strumento finanziario: 1993-1997 (flussi in miliardi di lire)



Fonte: UIC

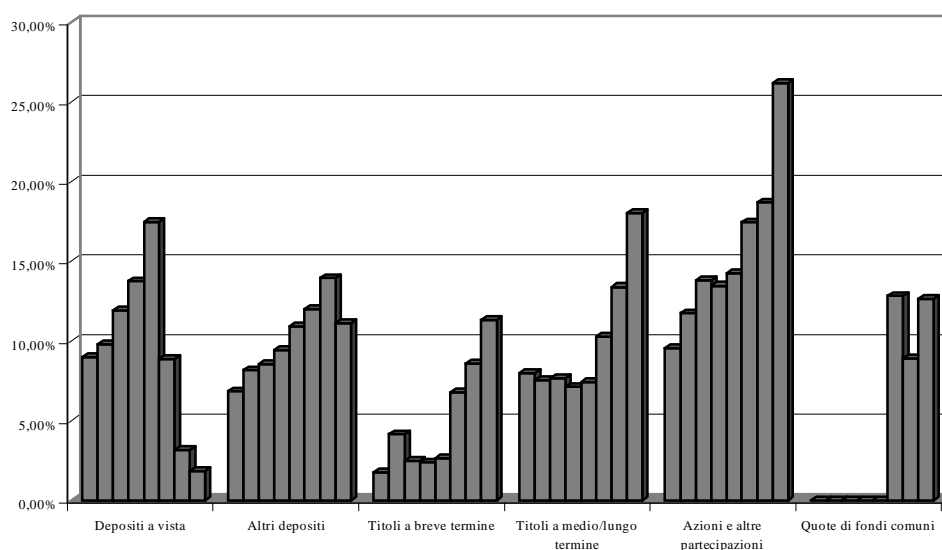
FIG. 6.9 - Deflussi netti di portafoglio dall'Italia per categorie di investitori: 1991-1999 (flussi in miliardi di lire)



Fonte: Banca d'Italia

Infine, la figura 6.10 mostra la quota di attività finanziarie emesse all'estero nei portafogli degli italiani, per categorie di attività. Ad eccezione dei depositi a vista e delle quote di fondi comuni di investimento (per le quali le informazioni sono disponibili a partire dal 1997), cresce il peso di tutti gli altri strumenti finanziari emessi all'estero nei portafogli degli italiani. Si noti in particolare il peso delle azioni ed altre partecipazioni, pari quasi al 26% nel 1999.

FIG. 6.10 - Attività finanziarie emesse all'estero nei portafogli dei residenti: 1992-1999(quota sul totale delle attività di ogni categoria)



Fonte: Banca d'Italia

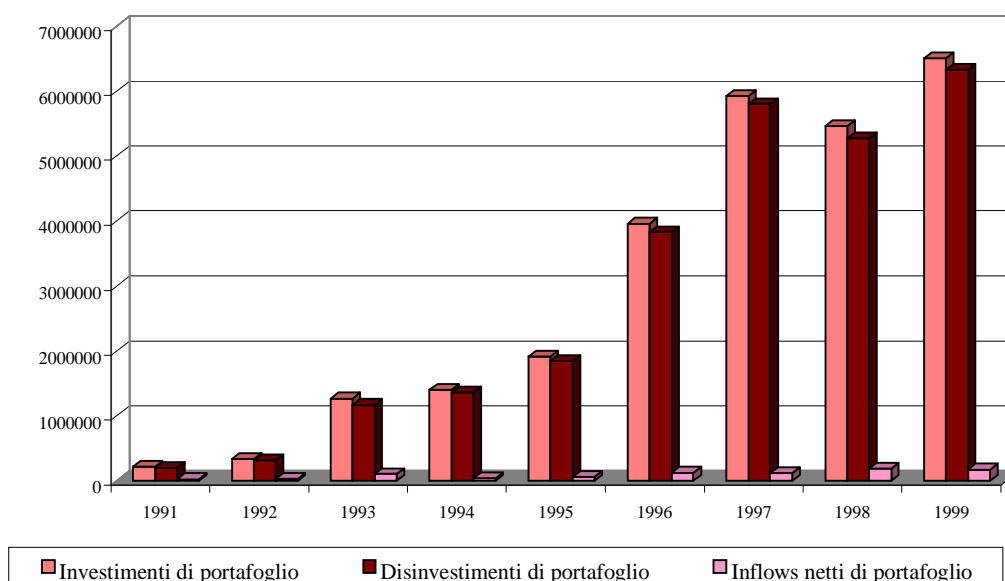
6.4 Gli investimenti netti di portafoglio in Italia dei non residenti

La figura 6.11 illustra gli investimenti ed i disinvestimenti di portafoglio in Italia da parte dei non residenti e pone in evidenza la netta crescita dei volumi che generano i flussi netti in entrata. Questi ultimi sono cresciuti da circa 23.000 miliardi nel 1991 a 173.000 nel 1999.

I flussi in entrata provengono per la quasi totalità, 95% nel 1997, dagli altri paesi europei ed in particolare dal Regno Unito, oltre l'85% nel 1997, seguito da Germania e Francia. A questo riguardo, valgono le stesse considerazioni sviluppate nell'analisi degli *outflows* sul ruolo dominante di Londra.

Se si guarda alle tipologie di strumenti finanziari acquistati dai non residenti (FIG. 6.12) si osserva una netta predominanza dei titoli di Stato lungo tutto il periodo considerato. Negli ultimi tre anni si registra anche una tendenza alla crescita dell'investimento azionario.

FIG. 6.11 - Investimenti e disinvestimenti di portafoglio dall'estero in Italia dal 1991 al 1999 (flussi in miliardi di lire)

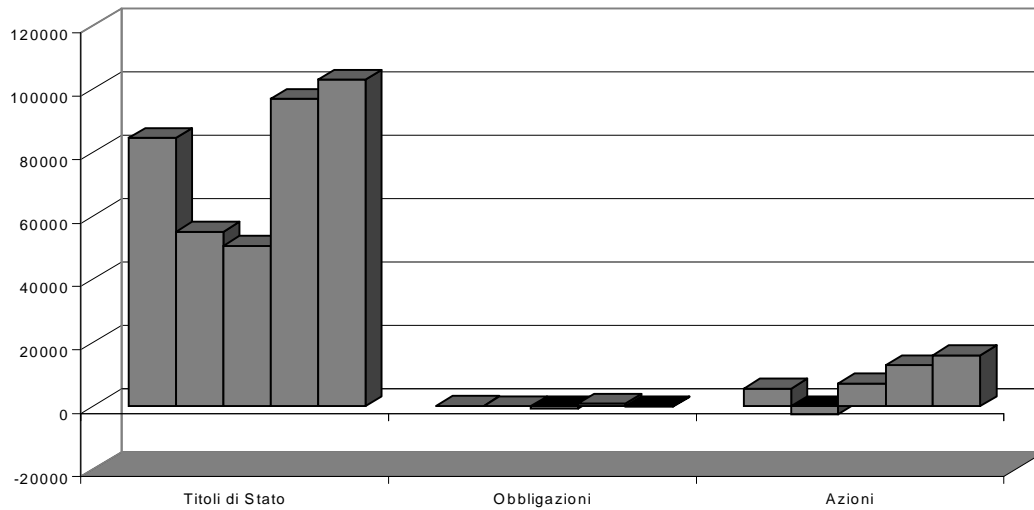


Fonte: Banca d'Italia

Se si guarda invece alle categorie di investitori (FIG. 6.13), come era ovvio attendersi, sono le banche e gli altri intermediari finanziari a determinare la quasi totalità degli *inflows* netti di portafoglio.

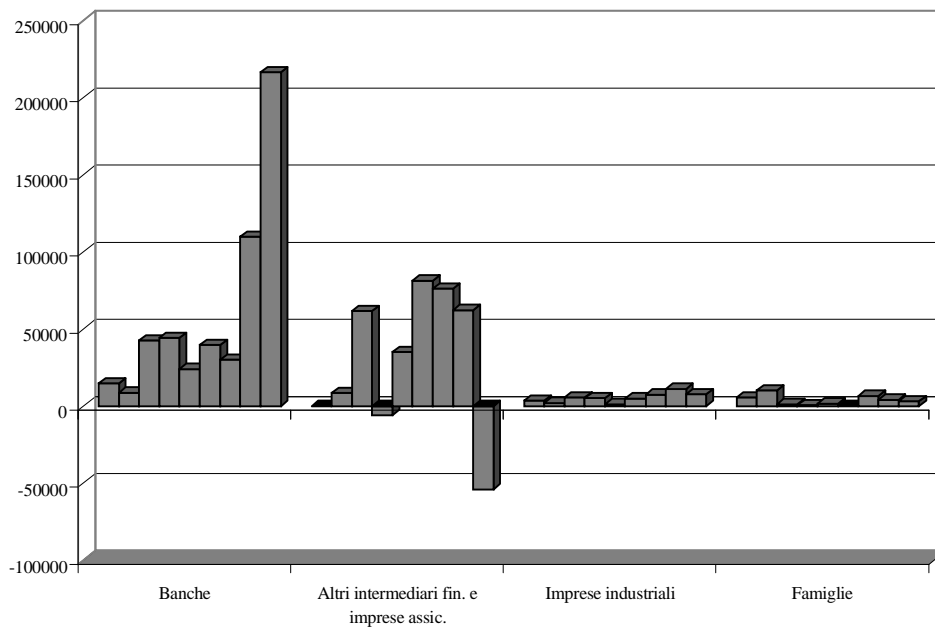
Infine, la figura 6.14 mostra, per ciascuna categoria di attività finanziarie emesse in Italia, la quota nei portafogli dei non residenti. Essa appare in crescita per tutte le tipologie di attività ad eccezione delle quote di fondi comuni di investimento, che appaiono invece in continuo lento declino. E' interessante notare che a fine 1999 circa il 45% dei titoli a breve termine emessi in Italia era collocato nel portafoglio di non residenti.

FIG. 6.12 - Afflussi netti di portafoglio in Italia per strumento finanziario: 1993-1997(operazioni superiori ai 20 milioni, flussi in miliardi di lire)



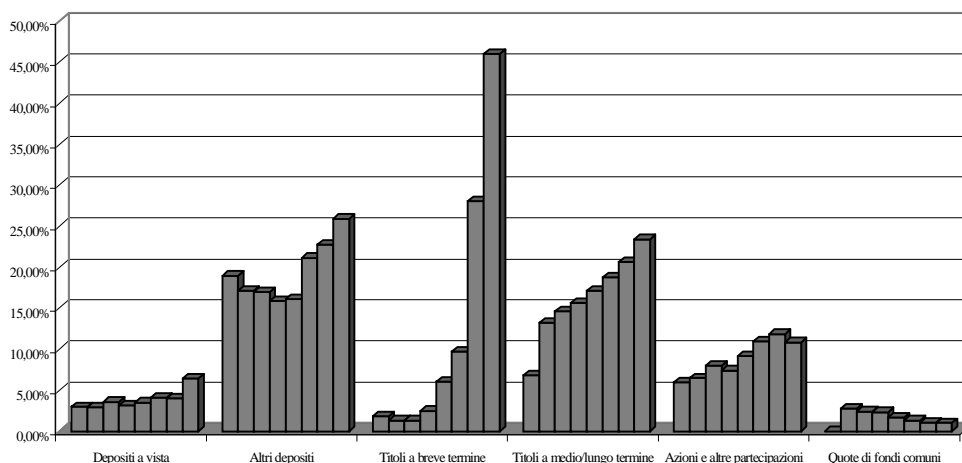
Fonte UIC

FIG. 6.13 - Afflussi netti di portafoglio in Italia per categorie di investitori 1991-1999 (flussi in miliardi di lire)



Fonte: Banca d'Italia

FIG. 6.14 - Attività finanziarie emesse in Italia nei portafogli dei non residenti: 1992-1999 (quota sul totale delle attività di ogni categoria)



Fonte: Banca d'Italia

6.5 Osservazioni di sintesi

Sembra utile, in conclusione, richiamare le principali indicazioni che si possono trarre dai dati presentati nei paragrafi precedenti:

a) la quota di risparmio nazionale che gli italiani investono in attività finanziarie sull'estero è in rapida crescita e superiore a quella degli altri principali paesi europei;

b) anche gli investimenti netti di portafoglio in Italia da parte di non residenti sono in crescita, ma ad un ritmo inferiore rispetto ai deflussi netti;

c) la differente dinamica degli afflussi netti e dei deflussi netti determina una progressiva riduzione del saldo che, seppur ancora positivo, potrebbe diventare negativo se si confermassero le tendenze in atto;

d) i dati di flusso indicano i paesi di destinazione, ma non danno necessariamente indicazioni sulla residenza degli emittenti;

e) i dati di *stock* della Banca d'Italia indicano, per ciascuna categoria di attività finanziaria, la quota emessa all'estero nel portafoglio degli italiani (e parallelamente la quota allocata all'estero dei titoli emessi in Italia), ma non consentono di individuare i paesi di destinazione (e parallelamente i paesi di provenienza).

6.6 La Survey dell'IMF sugli investimenti di portafoglio

Nel 1999, l'IMF ha pubblicato i risultati della *Coordinated Portfolio Investment Survey*, che ha fotografato i portafogli degli investitori di 29 paesi alla fine del 1997. Lo scopo dell'analisi è quello di migliorare la qualità dei dati sugli investimenti internazionali di portafoglio, soprattutto per evitare le discrepanze osservate tra i flussi contabilizzati dai vari paesi e le stime degli *stock* e dei redditi delle attività finanziarie. Tali discrepanze deriverebbero soprattutto da tre fattori: le differenze tra singoli paesi nelle definizioni di investimenti diretti e di portafoglio; la difficoltà di rilevare dati sui nuovi strumenti finanziari; il problema di "rintracciare" l'attività di investimento all'estero degli investitori residenti nei diversi paesi.

I risultati dell'analisi per quanto riguarda l'Italia sono riportati nelle tabelle 6.3 e 6.4. Rispetto alle informazioni precedenti, la *survey* dell'IMF fornisce dati di *stock* a fine dicembre 1997 che consentono di definire la composizione del portafoglio "estero" degli italiani e del portafoglio "italiano" dei non residenti.

Per ciò che concerne le attività estere nel portafoglio degli italiani (TAB. 6.3), se si prescinde dagli investimenti in titoli emessi da organismi internazionali che rappresentano la parte più cospicua, si rileva che gli investitori italiani detengono soprattutto attività finanziarie statunitensi (17,7% del totale), lussemburghesi (16,2%), inglesi (11,5%) e tedesche (9%).

Per quanto riguarda l'investimento azionario, è interessante notare che la quota più rilevante è costituita da titoli emessi in Lussemburgo, il che non stupisce se si considerano gli investimenti in SICAV; seguono gli Stati Uniti, il Giappone, la Francia e il Regno Unito. Per ciò che concerne l'investimento in attività finanziarie a lungo termine, si evidenzia il ruolo predominante dei titoli statunitensi e inglesi, seguiti da quelli olandesi e tedeschi. Infine, nel caso delle attività a breve scadenza, che includono anche i depositi bancari, spicca il Lussemburgo con il 38,9% del totale. Da ultimo, si osserva che gli *stock* allocati nei cosiddetti *paradisi fiscali puri* (individuati dal D.M. 24.04.1992) coprono una quota complessiva pari a circa l'8%.

TAB. 6.3 - Attività estere nel portafoglio degli italiani
(% sullo stock a fine 1997)

Paese	Azioni	Attività l/t	Attività b/t	Totale
Argentina	0,4	4,5	0,3	2,6
Australia	0,7	0,5	0,1	0,6
Austria	0,5	1,3	-	0,9
<i>Bahamas</i>	-	0,5	-	0,3
Belgio	0,5	0,3	0,2	0,3
<i>Bermuda</i>	0,2	-	-	0,1
Brasile	3,6	2,6	-	2,9
Canada	0,2	1,6	4,2	1,2
<i>Cayman Islands</i>	0,1	5,7	6,8	3,5
Danimarca	0,4	1,0	-	0,7
Francia	8,1	4,4	8,3	6,1
Germania	4,8	12,8	0,7	9,0
Grecia	1,9	0,4	0,3	1,0
Irlanda	1,4	0,7	1,8	1,1
Giappone	8,4	0,6	1,0	3,8
<i>Jersey</i>	-	2,0	0,4	1,1
Lussemburgo	32,0	2,7	38,9	16,2
Messico	0,3	3,5	0,3	2,1
Olanda	3,5	9,4	6,2	6,9
<i>Antille olandesi</i>	0,4	4,5	4,8	2,9
Portogallo	0,2	1,2	0,4	0,8
Spagna	5,5	1,6	3,3	3,3
Svezia	0,6	1,8	-	1,2
Svizzera	5,6	0,2	-	2,4
Regno Unito	5,8	15,5	14,0	11,5
Stati Uniti	14,8	20,5	7,8	17,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Nota: paradisi fiscali puri ai sensi del D.M. 24.04.1992 in corsivo

Fonte: IMF

Consideriamo ora le attività italiane nel portafoglio dei non residenti (TAB. 6.4). Il principale investitore estero in Italia è il Regno Unito, che detiene il 42,7% del totale; seguono gli Stati Uniti con il 28,4%, il Giappone con il 9,3% e la Francia con il 4,9%. Non sono disponibili i dati relativi ad altri paesi europei, quali la Germania e il Lussemburgo. Rispetto ai dati di flusso presentati nelle pagine precedenti si osserva una sostanziale conferma della posizione del Regno Unito, mentre il dato relativo agli Stati Uniti sembra contrastare con la scarsa entità dei flussi verso l'Italia.

TAB. 6.4 - Attività italiane nel portafoglio dei non residenti
(% sul totale, stock a fine 1997)

Paese	Azioni	Attività l/t	Attività b/t	Totale
Australia	1,1	0,1	-	0,5
Austria	0,2	1,0	-	0,7
Belgio	0,4	5,1	24,3	3,4
Bermuda	0,6	0,9	-	0,8
Canada	2,2	0,2	8,1	1,0
Danimarca	1,0	0,8	-	0,9
Finlandia	0,1	0,2	-	0,2
Francia	5,6	4,5	-	4,9
Irlanda	0,7	2,7	-	1,9
Giappone	2,3	13,5	-	9,3
Olanda	2,5	4,4	-	3,7
Spagna	0,3	0,8	-	0,6
Svezia	0,8	1,1	-	1,0
Regno Unito	28,9	51,0	67,6	42,7
Stati Uniti	53,3	13,6	-	28,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: IMF

A questo proposito, è necessario ricordare la differente natura delle informazioni fornite dai dati di flusso e dai dati di *stock* forniti nella *Survey*. I primi ci dicono da quale piazza finanziaria è stato effettuato l'investimento, ma non necessariamente il paese di residenza del detentore. Combinando i dati di flusso con i dati di *stock*, sembra ragionevole ritenere che gli statunitensi abbiano acquistato attività finanziarie italiane sulla piazza di Londra.

7. LA MONETA E' ANCORA UN VELO?*

Le Banche centrali – compresa, anzi forse ancor di più, la neonata BCE – sono molto preoccupate per l’inflazione, che peraltro resta pressochè ovunque ostinatamente scarsa.

1) L’economia americana cresce da anni in condizioni di molto-pieno-impiego, e ciò nonostante l’inflazione USA è sempre molto contenuta.

2) L’Euro perde in due anni quasi un terzo del suo valore, e ciò nonostante l’inflazione nella zona-Euro aumenta solo di un punto percentuale, che è assai poco a confronto con quanto avveniva in anni neppure tanto lontani.

3) Il prezzo del petrolio triplica, e neppure ciò riesce a guastare questo idilliaco scenario di stabilità monetaria: le aspettative di inflazione, come misurate dai tassi a lunga, non salgono affatto!

Eppure, il mondo appare inondato di liquidità: gli aggregati monetari crescono più di quanto previsto (o desiderato) dalle Banche centrali, e non si può certo dire che le condizioni monetarie siano stringenti e impediscano la crescita economica. Le preoccupazioni delle Banche centrali sull’inflazione innervosiscono i mercati finanziari, e ne accentuano la volatilità. Ma anche ciò ha effetti trascurabili sui tassi a lunga.

Come spieghiamo tutto ciò? Come mai le variabili monetarie sembrano non aver più gli effetti negativi che ben ricordiamo nei passati decenni? Due opposte spiegazioni sono possibili:

1) Le Banche centrali hanno acquistato, a fatica e con molti sacrifici, una grande credibilità. Grazie a questa loro migliorata reputazione, una bassa inflazione è ormai data per scontata, e questa aspettativa è abbastanza robusta da sopportare anche svalutazioni del cambio e shocks petroliferi. Le ammonizioni, quasi quotidiane, con le quali le Banche centrali ci ricordano il loro impegno alla stabilità monetaria sono parte di questo modello e servono a confermare l’attesa – diremmo razionale – che l’inflazione non risalga.

2) La spiegazione opposta è che le Banche centrali sono superflue in una situazione in cui l’inflazione è proprio scomparsa (ce n’è tanto poca, che non si riesce neppure ad “importarne” un po’, quando la moneta si deprezza, come nel caso dell’Euro). Le condizioni del mercato del lavoro; l’aumentata concorrenza

* A cura di G. Vaciago.

sul mercato dei beni e delle materia prime (con la sola eccezione del petrolio); i forti guadagni di produttività: sono tutte circostanze che spiegano perché la stabilità monetaria sia assicurata e la moneta – più o meno abbondante – si trasmetta ai prezzi delle attività, ma non i prezzi dei beni prodotti e dei fattori utilizzati, cioè non determini inflazione. La moneta non solo è un “velo” (non ha effetto sui prezzi relativi e sul prodotto nazionale) ma non ha rilievo nemmeno sul livello dei prezzi.

Queste due opposte spiegazioni - è tutto merito delle autorità monetarie; oppure, potremmo anche farne a meno – rappresentano, ciascuna, una parziale caricatura della realtà, che contiene un po' di ambedue. Non c'è dubbio, infatti, che ci sia oggi un'aumentata vigilanza e reputazione antinflazionistica delle Banche centrali; ma anche un più efficace operare dei mercati, e quindi maggiori pressioni competitive che riducono il rischio di rincorse inflazionistiche prezzisalari. Ciò che non è facile accertare è se questa combinazione virtuosa sia stata solo casualmente ottenuta (ad esempio, non c'è collegamento tra politiche monetarie severe e lo sviluppo di internet), oppure la crescita della competitività sia in qualche misura un indiretto risultato delle politiche monetarie restrittive che l'hanno accompagnata. Ma forse è troppo presto per concludere in proposito, anche perché non è sufficientemente lunga quest'esperienza di una molto migliorata combinazione di crescita e – poca –inflazione.