

**Università Cattolica del S. Cuore**  
**LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA**

**OSSERVATORIO MONETARIO**

**n. 2/2001**

Rapporto redatto nel mese di **giugno 2001** da:

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

con la **collaborazione** di:

Annalisa Aleati e Stefano Corona.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine giugno 2001.

**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) **Leonzio 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 MI (tel. 02/7234.2466 - fax 02/7234.2702)

e-mail: [laboratorio.monetario@mi.unicatt.it](mailto:laboratorio.monetario@mi.unicatt.it)

sito web: [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

## INDICE

<b>SINTESI</b>	pag. I
<b>1 – IL QUADRO MACROECONOMICO</b>	" 1
<b>2 – LA FINANZA PUBBLICA</b>	" 14
<b>2.1</b> L'evoluzione delle entrate e delle spese pubbliche nel 2000	" 14
<b>2.2</b> Le stime per il 2001	" 16
<b>2.3</b> L'andamento dei conti pubblici nei primi mesi del 2001	" 18
<b>3 – MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE</b>	
<b>BANCARIA</b>	" 21
<b>3.1</b> L'andamento degli aggregati monetari e creditizi	" 21
<b>3.2</b> Politica monetaria, tassi e cambio euro-dollaro	" 27
<b>3.3</b> Il problema dell' <i>underbidding</i> nelle operazioni di politica monetaria	" 33
<b>3.4</b> I tassi di mercato e le aspettative	" 36
<b>3.5</b> Il cambio e la politica della Banca Centrale: un approfondimento	" 39
<b>3.6</b> Le banche italiane: impieghi, raccolta e risultati economici	" 42
<b>3.7</b> Le banche italiane: tassi attivi e passivi	" 50
<b>3.8</b> Le previsioni dei tassi bancari	" 54
<b>4 – L'EVOLUZIONE DEGLI IMPIEGHI: UN APPROFONDIMENTO</b>	" 61
<b>4.1</b> L'andamento degli impieghi per controparti	" 63
<b>4.2</b> L'andamento del credito accordato e utilizzato per classi dimensionali di prenditori	" 67
<b>4.3</b> L'andamento degli impieghi per forme tecniche	" 71

4.4 L'andamento degli impieghi per branche	" 72
4.5 Impieghi bancari e attività economica	" 75
4.6 Conclusioni	" 81
<b>5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO</b>	“ 82
5.1 Emissioni lorde e nette di titoli	“ 82
5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 83
5.3 La gestione del risparmio	“ 85
5.3.1 La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni di diritto italiani	“ 86
5.3.2 Il portafoglio dei fondi e delle gestioni individuali	“ 90
5.4 Gli scambi di titoli quotati	“ 92
5.5 Un nuovo segmento del mercato di borsa: Star	“ 94
<b>6 – GLOBALIZZAZIONE: ALLA RICERCA DELLA "SOVRANITA' PERDUTA"</b>	" 96

## SINTESI

### **1 - Il quadro macroeconomico**

Nel corso del primo semestre 2001 l'economia internazionale è stata interessata da un rallentamento generalizzato: in assenza di una nuova locomotiva che prenda il posto degli USA nel traino della ripresa mondiale, tutte le aree stanno risentendo negativamente della decelerazione statunitense. Persiste inoltre la situazione di debolezza dell'euro sia nei confronti del dollaro che dello yen. Venute meno le argomentazioni di carattere fondamentale, che fino all'autunno scorso si basavano sulle implicazioni di differenti aspettative di crescita delle rispettive economie, gli analisti appaiono sempre più in difficoltà nell'individuare motivazioni logiche del fenomeno. Oltre ad un approfondimento sugli elementi di varia natura che possono contribuire a ricomporre questo *currency puzzle*, il capitolo mette in evidenza anche le molteplici conseguenze di un euro debole, sia sul fronte reale che su quello monetario, sia all'interno dell'UME che negli Usa ed in Giappone.

### **2 - La finanza pubblica**

Anche nel 2000 è proseguito, con esiti soddisfacenti, il processo di consolidamento del riequilibrio dei conti pubblici (avanzo primario stabile al 5% del PIL, indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche sceso all'1,5%, rapporto debito/PIL in ulteriore diminuzione al 110,2%). Sulla base dei risultati conseguiti, le stime di finanza pubblica per il 2001 - contenute nella Relazione trimestrale di cassa dello scorso marzo - hanno confermato la possibilità di ulteriori miglioramenti dei saldi di finanza pubblica, ed in particolare il raggiungimento di un avanzo primario pari al 5,2% del PIL, di un indebitamento netto pari all'1%, di un rapporto debito/PIL in flessione di altri 4 punti al 106,2%. Il peggioramento dei saldi di finanza pubblica nei primi mesi del corrente anno - dovuto a diverse cause, alcune delle quali di carattere contingente - ha destato preoccupazioni e incertezze circa la sostenibilità di tali obiettivi. L'esame delle tendenze relative ai primi quattro mesi evidenzia talune incertezze su alcune voci di entrata e di spesa; lo scenario non consente di escludere che il deficit 2001

possa risultare maggiore dell'1% anche se non in misura tale da far ritenere interrotto il processo di riequilibrio.

### **3 - Moneta, tassi e intermediazione bancaria**

Nel corso del primo quadrimestre 2001 la crescita della M3 riferita all'area euro è andata decelerando: dopo i picchi dell'aprile-maggio 2000, il tasso di incremento si è attualmente portato al 5%. Considerato che tale aggregato include in realtà anche una quota di strumenti negoziabili detenuti da non residenti - che la BCE stima possa essere responsabile di un aumento del tasso di crescita tendenziale fra lo 0,5% e il punto percentuale - la crescita di M3 risulterebbe in realtà al di sotto del valore di riferimento del 4,5% già a partire dal secondo semestre 2000. L'intervento della BCE - che il 10 maggio 2001 ha abbassato i tassi ufficiali di un quarto di punto - è avvenuto quando ormai si erano esaurite le aspettative del mercato. Oltre ad un approfondimento delle motivazioni che sono alla base della manovra monetaria, nel capitolo viene affrontato il problema tecnico noto come *underbidding*, che ha già causato, nel recente passato, andamenti anomali nel mercato della liquidità. A differenza dei tassi a lunga scadenza, correlati alle aspettative d'inflazione, la stabilità del tasso repo, fermo fino al 10 maggio, ha vincolato l'andamento dei tassi a breve dell'euro, che solo in minima parte hanno risentito della forte riduzione dei rendimenti Usa di pari scadenza. Conseguentemente il differenziale per scadenza tra rendimenti americani ed europei è diventato negativo nel segmento a breve, mentre è rimasto positivo, seppur in diminuzione, per i tassi a lunga. Con riferimento infine alle banche italiane, nel corso del primo quadrimestre è proseguita la crescita degli impieghi, in particolare quelli a breve termine, cui è andata contrapponendosi un'ulteriore contrazione del portafoglio titoli di proprietà. Per contro la raccolta nel suo complesso ha continuato a far registrare tassi di crescita piuttosto modesti, anche se componenti quali i pronti contro termine e le obbligazioni sono cresciuti a ritmi più sostenuti. Dai dati di conto economico relativi all'anno 2000 emerge il raggiungimento di elevati livelli di redditività (il ROE medio del sistema è salito all'11,6%) ed il miglioramento dei profili di efficienza e produttività delle banche italiane. Le previsioni per il secondo semestre indicano una riduzione dei tassi di mercato monetario e una conseguente riduzione dei tassi bancari.

#### **4 - L'evoluzione degli impieghi: un approfondimento**

L'analisi dell'andamento degli impieghi nel corso del 2000 e dei primi mesi del 2001 – disaggregata per scadenze, tipologia di controparti, area geografica, rapporto accordato/utilizzato e forme tecniche – sembra evidenziare una certa connessione tra lo sviluppo degli stessi e la ripresa dell'attività economica. Rilevante influenza hanno avuto tuttavia fenomeni di natura straordinaria, quali i processi di acquisizione e fusione nel comparto industriale, nonché l'asta per l'assegnazione delle licenze UMTS. La relazione rilevata a livello macro non trova invece una precisa corrispondenza a livello di settori produttivi, caratterizzati da andamenti estremamente disomogenei. Il trend espansivo degli impieghi bancari e la sua natura congiunturale appaiono peraltro coerenti con quanto si rileva nell'area euro, ancorchè l'accelerazione degli impieghi risulti più accentuata in Italia rispetto all'area euro.

#### **5 - Strumenti finanziari e gestione del risparmio**

Nel corso del 2000 si è assistito ad una flessione delle emissioni lorde di titoli di Stato a cui è andato accompagnandosi un incremento delle emissioni di obbligazioni da parte di banche ed imprese (queste ultime prevalentemente collocate sui mercati internazionali). Nel complesso il patrimonio affidato in gestione ad investitori istituzionali (fondi, GPM, assicurazioni e fondi pensione) ha subito un lieve ridimensionamento rispetto al 1999, confermando una fase di consolidamento dopo la rapida espansione del recente passato. L'andamento dei primi cinque mesi 2001 evidenzia per i fondi comuni di diritto italiano una raccolta netta negativa di 28.200 miliardi di lire ed una leggera flessione a 846.091 miliardi di lire del patrimonio netto gestito. Dall'analisi di tali andamenti sono emersi in particolare due temi che potrebbero condizionare le prospettive del settore: i costi a carico dei clienti e la loro progressiva disaffezione al prodotto fondo. Per quanto riguarda infine gli scambi di titoli sui mercati regolamentati, nei primi cinque mesi del 2001 si è verificata una flessione rispetto ai livelli record raggiunti nel 2000, anche se gli stessi appaiono del tutto soddisfacenti e più elevati rispetto a quelli registrati nel 1999.



## 1. IL QUADRO MACROECONOMICO\*

Nel corso del primo semestre del 2001 l'economia internazionale è stata caratterizzata da un rallentamento generalizzato, che ha condotto le principali organizzazioni internazionali a rivedere al ribasso le stime riguardanti i tassi di crescita sia dei principali paesi industrializzati che dei paesi emergenti.

La formidabile espansione dell'economia USA sembra ormai giunta al termine: i dati sulla performance congiunturale nordamericana, infatti, sono di segno sistematicamente negativo. Alla continuazione dell'espansione è venuto a mancare lo stimolo della domanda interna, specialmente quella per investimenti. In questo nuovo scenario, come è stato sottolineato dal recente rapporto congiunturale Ref.IRS, l'espansione internazionale non può più contare sulla "locomotiva" USA.

In mancanza di una nuova locomotiva che prenda il posto di quella USA nel traino della ripresa mondiale, tutte le aree dello scenario macroeconomico risentono negativamente della decelerazione statunitense. Nell'area europea, ad esempio, non si innesca un sostenuto processo di ripresa: non potendo contare a lungo sulla crescita trainata dalla domanda estera, stimolata dalla persistente debolezza dell'euro, l'espansione dovrebbe essere imperniata su un rilancio della domanda interna che stenta tuttavia a decollare e su cui peraltro gravano gli effetti di possibili provvedimenti fiscali restrittivi necessari per riequilibrare i conti pubblici di diversi paesi membri dell'UME. L'economia giapponese è nuovamente in fase di stallo e sembra avviata a vivere la quarta recessione in dieci anni come conseguenza di una domanda interna stagnante in presenza di un processo deflazionistico ancora intenso, nonostante la mutata strategia di politica monetaria annunciata dalla Banca Centrale giapponese. Buona parte delle economie emergenti – in modo particolare quelle del Sud Est Asiatico e dell'America Latina – risentono negativamente di tale congiuntura, soprattutto per via dei forti legami esistenti con gli USA. Esse sono inoltre penalizzate dalla crescente avversione al rischio mostrata dagli investitori internazionali in un contesto di elevata incertezza, che ha condotto ad un consistente aumento degli *spread* nei confronti dei tassi USA.

---

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

Rispetto al precedente numero di Osservatorio va inoltre sottolineata la parziale interruzione della fase di forte ascesa del prezzo del petrolio - che continua ad essere caratterizzato da una certa volatilità, derivante dalle decisioni del cartello OPEC relative ai quantitativi prodotti - e la possibilità di una discesa delle quotazioni del resto delle materie prime - favorita dalla riduzione in atto della domanda globale.

### **Sempre più marcato il rallentamento USA**

L'economia statunitense mostra segni sempre più evidenti di debolezza. Nel corso del primo trimestre il tasso di crescita congiunturale annualizzato del PIL è stato dell'1,3%, derivante da un aumento dei consumi pari al 2,9% che si è manifestato contemporaneamente ad un vero e proprio crollo degli investimenti privati (-13,3%) su cui hanno influito negativamente le cattive performance delle spese in investimenti per beni della *information and communication technology*. Contestualmente è proseguita la correzione al ribasso delle scorte e delle esportazioni, diminuite del 2,7%. Lo stato di debolezza dell'economia potrebbe durare anche nel secondo trimestre dell'anno. Diversi istituti di ricerca prevedono addirittura una caduta del PIL (-0,5%) nel periodo aprile-giugno a cui farebbe seguito però una ripresa della fase di crescita nella seconda metà dell'anno - trainata dalla correzione delle scorte e dai primi effetti del taglio alle imposte deciso dall'Amministrazione Bush. In media d'anno la crescita del PIL potrebbe quindi attestarsi attorno all'1,5%.

A conferma del possibile deterioramento del quadro congiunturale di brevissimo termine vi sono peraltro diversi dati. La disoccupazione in maggio è aumentata nuovamente raggiungendo il 4,4% della forza lavoro, anche se il numero di posti di lavoro persi è diminuito drasticamente rispetto al mese di aprile (solo 19.000 posti di lavoro in meno rispetto ai 182.000 posti di lavoro persi nel solo mese di aprile). L'indice NAPM è calato nuovamente in maggio raggiungendo quota 42,1, un livello che lascerebbe presagire un pesante calo di attività nel comparto manifatturiero, peraltro confermato dalla continua perdita di posti di lavoro in questo settore (124.000 posti in meno in maggio dopo il calo di 113.000 in aprile). In maggio la produzione del manifatturiero è effettivamente calata dello 0,7% raggiungendo un livello che è del 4,5% inferiore a quello

raggiunto lo scorso mese di settembre, per via del forte calo registrato dalla produzione di beni di consumo e tecnologici. Vi sono inoltre le cifre sempre più negative per quanto concerne il numero di fallimenti - aumentati del 17% su base tendenziale nel primo trimestre del 2001 - che confermano la pesante situazione debitoria di buona parte del settore privato. Infine non va dimenticato che la produttività del lavoro è addirittura calata dell'1,2% tra il primo trimestre 2001 e il quarto trimestre 2000: il peggior risultato degli ultimi otto anni.

Lo *stance* espansivo della politica monetaria – giunta ormai al sesto taglio consecutivo dei tassi ufficiali - potrebbe proseguire ulteriormente nei prossimi mesi. Diversi analisti infatti ritenevano probabile una ulteriore riduzione di 50 punti base dei tassi sui Fed Funds in occasione della riunione del FOMC dello scorso 27 Giugno. Diversamente il FOMC ha optato per una diminuzione di soli 25 punti base del Fed Funds (ora al livello del 3,75%) - che lascia spazio per nuove riduzioni che potrebbero essere attuate già dal prossimo mese di agosto - che trova ragione nella persistente debolezza dell'economia reale in assenza di preoccupanti tensioni inflazionistiche. Le ultime indicazioni sul fronte dei prezzi dimostrano infatti che l'inflazione rimane sotto controllo. Pur considerando il notevole incremento del costo del lavoro per unità di prodotto (+6.3% la crescita congiunturale annualizzata nel primo trimestre dell'anno) dovuto al calo della produttività del lavoro contemporaneo alla forte crescita dei salari nominali (+5,1% l'aumento dei salari orari) non sembrano esserci segnali particolarmente preoccupanti. L'indice dei prezzi alla produzione è aumentato in maggio solo dello 0.1%; un risultato inferiore a quello inizialmente previsto (+0,4%) e al dato di aprile (+0.3%). Per di più la *core inflation* dei prezzi alla produzione rimane ancora stabile su livelli accettabili (+0.2% in maggio, dopo un analogo dato nel mese di aprile).

Per quanto concerne la politica fiscale si è già detto del probabile effetto positivo che già nella seconda metà dell'anno si potrà avvertire sull'economia. La recente decisione del Congresso di approvare il taglio alle tasse consentirà all'economia di contare su circa 45 miliardi di dollari in più sotto forma di maggior reddito disponibile nell'arco dei prossimi 12 mesi; una conseguenza che dovrebbe facilitare il manifestarsi di una ripresa a "U" .

## **Il Giappone rischia una nuova recessione**

I dati riguardanti il primo trimestre dimostrano che il Giappone non è ancora uscito dalla lunga fase di crisi. Nel periodo gennaio-marzo la flessione del PIL su base congiunturale annualizzata è stata dello 0,8%, (-0,5% su base tendenziale). La caduta del PIL è la risultante della tenuta dei consumi (favorita da un piano di incentivazione alla rottamazione di elettrodomestici, nonostante l'ulteriore calo dell'indice di fiducia dei consumatori) e della crescita degli investimenti pubblici (+5,2%) che hanno in parte compensato la riduzione degli investimenti privati (-7,0% il dato congiunturale annualizzato) e la flessione delle esportazioni (-13,7%). Ciò che preoccupa maggiormente è che la maggior parte delle componenti della domanda privata presenta un trend negativo (come mostrato dall'indice di fiducia dei consumatori che nel primo trimestre è ulteriormente calato del 2,8%), lasciando presagire una nuova possibile fase recessiva che potrebbe indurre una nuova caduta del PIL vicina allo 0,5%.

A ciò vanno aggiunte le difficoltà nell'implementare la nuova strategia di politica monetaria fondata su un target definito in termini di riserve bancarie pari a 5.000 miliardi di Yen – ritenuto utile per produrre una ingente quantità di liquidità tale da arrestare il processo deflazionistico ormai giunto al quarto anno consecutivo - e le battute d'arresto ultimamente conosciute dalle esportazioni nette che nel corso del mese di aprile hanno subito un calo del 24% rispetto al risultato di 12 mesi prima, anche a seguito del forte incremento di importazioni dai paesi della regione del Pacifico. La stessa Banca Centrale giapponese sembra avvalorare lo scenario congiunturale meno ottimistico dopo aver recentemente pubblicato un giudizio particolarmente negativo sullo stato dell'economia.

## **L'area EURO rallenta sensibilmente**

Il rallentamento è in atto anche in Europa, per via della decelerazione sempre più marcata registrata da economie quali Germania e Italia. In particolare sono negative le stime per l'economia tedesca (l'Istituto di analisi congiunturale di Kiel prevede una crescita in Germania compresa tra l'1,0 e l'1,5% , un tasso dimezzato rispetto a quello registrato nel 2000). Causa del rallentamento (+0,4% tra il primo e l'ultimo trimestre del 2001) è la caduta della domanda interna nonostante i tagli fiscali introdotti con l'inizio dell'anno a causa della scarsa

fiducia dei consumatori e del vero e proprio crollo conosciuto dal settore delle costruzioni.

Peraltro anche la Francia inizia a mostrare qualche segnale di rallentamento. La produzione industriale è calata dello 0,3% in aprile rispetto al mese precedente. Nonostante i consumi continuino a mostrare segni di brillantezza - anche per via della riduzione del carico fiscale - è possibile che la crescita prevista del 2,7% non venga raggiunta, ma che si fermi al 2,5%. Al contrario la Spagna dovrebbe centrare l'obiettivo del 3% di crescita annua.

Per quanto riguarda il nostro paese, il PIL del primo trimestre del 2001 ha registrato una crescita dello 0,7% congiunturale e del 2,3% tendenziale, con un peggioramento marginale rispetto al 2,6% sperimentato nel quarto trimestre del 2000. L'espansione è quindi ancora in corso, anche se perde impeto. La produzione industriale, dopo il boom di fine 2000, in media trimestrale è rimasta invariata nel primo trimestre dell'anno in corso rispetto al quarto trimestre del 2000. In prospettiva, a zavorrare la crescita è il contributo della domanda estera netta, che potrebbe risultare negativo nel corso del 2001. L'espansione interna dovrebbe quindi contare solo sulla domanda interna e in particolare su quella per consumi, dal momento che ci sono segnali importanti di decelerazione anche per gli investimenti.

Il deterioramento dello scenario macroeconomico europeo trova conferma anche nell'indice di fiducia dei consumatori - calato in maggio a 101,7 da 102,1 in aprile per il quinto mese consecutivo - e dall'andamento del *Purchasing Managers Index* diminuito al livello minimo da quando viene effettuato il sondaggio (gennaio 1998).

L'inflazione nella regione euro è in crescita e ha raggiunto i livelli più elevati dal 1993 . Tuttavia va ricordato che la dinamica inflattiva rilevata nel mese di maggio (+3,6% in Germania, +2,5% in Francia, con un'inflazione media armonizzata pari al 3,4%, contro il +2,9% di aprile) è in larga misura dovuta all'incremento del prezzo dell'energia e dei generi alimentari, due elementi notoriamente caratterizzati da notevole erraticità. Non a caso le ultime stime riguardanti la cosiddetta *core inflation* europea mostrano una crescita assai inferiore (2,1% in maggio dopo l'incremento dell'1,9% in aprile), solo leggermente fuori linea rispetto agli obiettivi della BCE. Ci si attende per giunta un ulteriore miglioramento già a partire dal mese di giugno. L'inflazione in Italia

ha toccato un picco del 3,1% tendenziale in aprile, trainata dall'aumento degli alimentari e delle assicurazioni, cui ha fatto seguito un incremento del 3% e del 2,9% nei mesi di maggio e giugno.

Problemi non piccoli generati da questa situazione derivano ancora una volta per la gestione della politica monetaria. La BCE è infatti stretta tra l'esigenza di un taglio dei tassi per favorire una ripresa che stenta ancora una volta a manifestarsi e quella di mantenerli invariati per evitare che possa riprendere vigore la crescita dei prezzi. Con una decisione inattesa e rovesciando il tono delle dichiarazioni degli ultimi mesi, la BCE ha scelto la prima via l'11 maggio, riducendo di 25 punti base i tassi di riferimento. A giustificare questa mossa ci sono da un lato le novità confortanti sul versante della crescita di M3, che sta rientrando rapidamente verso il valore di riferimento del 4,5%, e dall'altro, evidentemente, la preoccupazione per la dinamica fiacca dell'attività produttiva. Tuttavia diversi economisti ritengono probabile una ulteriore riduzione dei tassi di 25 punti base per facilitare la crescita nonostante i timori di una lieve recrudescenza inflazionistica.

### **L'EURO è ancora debole e non mostra segni di ripresa**

In precedenti occasioni (OM 2/1999 e 1/2000) avevamo trattato della debolezza dell'euro considerandone sia le cause che le possibili implicazioni. A distanza di più di un anno l'euro continua ad attraversare una fase di debolezza sia nei confronti del Dollaro che dello Yen, un fenomeno apparentemente inspiegabile sulla base della considerazione delle grandezze fondamentali che caratterizzano le tre macro aree.

In effetti sino allo scorso autunno la debolezza dell'euro poteva essere ricondotta all'andamento di diverse grandezze fondamentali<sup>1</sup>: in primo luogo la differente fase ciclica in Europa e negli USA aveva contribuito a indebolire la moneta europea anche per via degli effetti che i diversi tassi di crescita – correnti ma soprattutto attesi – inducevano sulle aspettative riguardanti i tassi di interesse di *policy* e a breve termine. Inoltre, il differenziale tra i tassi a lunga si era andato

---

<sup>1</sup> Per una esposizione più articolata di questi punti si veda IMF, World Economic Outlook, October 2000.

ampliando a favore del dollaro generando aspettative di un apprezzamento della moneta americana. Infine, la convinzione diffusa che l'economia americana fosse entrata in nuova fase di sviluppo – caratterizzata dalla presenza della *new economy* in grado di realizzare una crescita potenziale pari al 4% medio annuo – aveva decisamente ridotto la capacità di attrazione dell'Unione Monetaria Europea come regione destinataria di cospicui flussi di investimenti diretti esteri. Su questo scenario si innestavano anche gli effetti del crescente utilizzo dell'euro come moneta di denominazione delle emissioni obbligazionarie effettuate da non residenti nella regione europea che successivamente riconvertivano in dollari i proventi di queste operazioni di finanziamento contribuendo all'indebolimento della moneta unica sui mercati valutari.

A distanza di quasi 9 mesi il cambio dell'euro soffre ancora di una persistente debolezza – registrando quotazioni non lontane dal minimo storico di 0,823 – nonostante che il deciso rallentamento vissuto dall'economia Usa e la perdurante stagnazione prevalente in Giappone abbiano cambiato – almeno teoricamente, a favore della moneta europea – lo scenario macroeconomico internazionale. In quanto segue cercheremo quindi di sintetizzare i principali fattori esaminati dagli analisti per interpretare una situazione apparentemente priva di spiegazioni, che paradossalmente è tale anche per gli stessi operatori di mercato che in diverse *survey* mensili sulle prospettive dei mercati valutari (periodicamente condotte dalle principali case di investimento internazionale) hanno sistematicamente indicato l'euro come la valuta preferita su cui investire sin dal mese di luglio di due anni fa.

*Tassi di interesse.* Non c'è alcun dubbio che le successive riduzioni dei tassi di *policy* decise dalla Fed a partire dalla fine dello scorso anno abbiano creato le condizioni (teoriche) per un rafforzamento dell'euro. Nel giro di pochi mesi infatti il differenziale di tasso tra le due sponde dell'Atlantico si è sensibilmente ridotto. Nonostante ciò il tasso di cambio non ha conosciuto un'inversione di tendenza; d'altro canto non va dimenticato che tale inversione non si era manifestata neppure nell'ultimo trimestre dello scorso anno dopo l'aumento dei tassi di *policy* deciso dalla BCE, che aveva contribuito a ridurre un differenziale di tasso ancora sfavorevole all'euro.

*Inflazione.* Come si è detto più sopra, l'inflazione nella regione euro è in crescita e ha toccato un'inflazione media armonizzata pari al 3,4% in maggio. Tuttavia, la previsione di consenso è di un rientro della fiammata inflazionistica nel breve periodo. In modo analogo, come emerge dalla discussione della congiuntura statunitense presentata precedentemente, anche l'inflazione Usa non sembra essere fonte di particolari problemi. Ne consegue che la recente evoluzione dell'inflazione relativa non può essere considerata come una valida spiegazione dell'euro debole.

*Tassi di crescita.* Analogamente al primo punto è fuor di dubbio che anche il deciso rallentamento conosciuto dall'economia USA abbia radicalmente cambiato l'entità e il segno della differenza tra i tassi di crescita attesi in Europa e negli Usa. Tuttavia anche questo elemento di novità non sembra aver provocato nessun particolare effetto sulla tendenza seguita dal tasso di cambio. E' emblematico in questo caso quanto (non) successo all'indomani della pubblicazione dei dati riguardanti il primo trimestre dell'economia USA: nonostante la decisa decelerazione in corso negli Stati Uniti – accentuatasi ulteriormente dopo la prima revisione dei dati provvisori - l'euro non ha mostrato alcun segno di rafforzamento. Solo dopo la pubblicazione dell'ultimo *Beige Book* - contenente indicazioni pessimistiche sull'andamento della produzione industriale, della disoccupazione, e degli ordinativi di beni durevoli – si è prodotto un lieve rimbalzo nella quotazione dell'euro, che si è andato rafforzando dopo la pubblicazione di ulteriori dati negativi per l'economia americana quali il calo della produzione industriale (-0,8% in maggio) e dell'indice di fiducia dei consumatori elaborato dall'Università del Michigan (passato da 92 in maggio a 91,6 in giugno). Rimane ora da verificare l'effetto sui mercati valutari della revisione delle stime di crescita da parte della BCE, secondo cui il PIL dell'area Euro aumenterà tra il 2,2 e il 2,8%, (anziché del 3,1%).

*Partite correnti.* Rispetto ad alcuni mesi orsono è da registrare l'ulteriore deterioramento delle partite correnti americane e il miglioramento di quelle europee. Nel corso del primo trimestre il saldo corrente dell'area euro è risultato in deficit per 9,2 miliardi di euro (oltre 2 miliardi in meno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) grazie soprattutto a un aumento del surplus



commerciale probabilmente favorito dallo stesso indebolimento dell'euro. Nello stesso periodo il deficit corrente USA si è ampliato ulteriormente, arrivando a toccare il 4,5% del PIL, un saldo che richiede un finanziamento dall'estero pari al 7,5% del risparmio netto prodotto dal resto dell'economia mondiale e che ha portato il valore del debito estero USA (in quota di PIL) a sfiorare il 16%.

Sulla base di queste considerazioni risulta evidentemente difficile fornire delle spiegazioni di carattere “fondamentale” alla debolezza dell'euro nei confronti del dollaro. Tuttavia ancor più difficile è trovare una spiegazione logica all'indebolimento dell'euro nei confronti dello Yen, visto e considerato l'ulteriore deterioramento – sia corrente che in termini prospettici – sperimentato dall'economia giapponese. Non casualmente diversi commentatori hanno definito l'attuale congiuntura dei mercati valutari come caratterizzata da *currency vagaries* o addirittura – per usare le parole del Governatore della *Bank of England* - come un “grande mistero”.

Una regolarità empirica che sembrava aver caratterizzato l'euro in questi primi due anni e mezzo di vita era rappresentata dal fatto che ogni “cattiva notizia” per la valuta europea dava luogo ad una fase di deprezzamento mentre ogni “buona notizia” non produceva (in modo del tutto asimmetrico) un suo rafforzamento. Paradossalmente negli ultimi tempi l'euro sembra aver dimostrato una certa resistenza anche alle cattive notizie riguardanti sia il fronte reale (minor crescita) che quello monetario (maggior inflazione). Forse anche perché congiuntamente sono stati pubblicati dati negativi sull'economia USA che con il suo rallentamento tende a disincentivare ulteriori investimenti – soprattutto azionari – sul mercato americano.

Per tentare di fornire delle spiegazioni a questo *currency puzzle* può essere utile ricorrere alla considerazione di altri, diversi elementi.

a) La riduzione dei tassi USA con l'ampliamento del differenziale a breve non deprime il dollaro ma lo rafforza in quanto convince gli operatori che il rallentamento dell'economia statunitense sarà breve. Per di più il breve rallentamento viene valutato all'interno di uno scenario che continua a ritenere plausibile l'ipotesi di una *new economy* in grado di reggere una crescita potenziale

vicina al 4% medio annuo. La stessa caduta della produttività USA verrebbe considerata un fatto squisitamente temporaneo dovuto a una flessione della domanda destinata a rientrare velocemente. Qualora tale interpretazione fosse corretta verrebbe rafforzata la capacità della regione Usa di attrarre capitali a lungo termine.

b) Le continue difficoltà nella strategia di comunicazione della BCE indeboliscono l'euro. E' di qualche settimana fa l'ennesima dichiarazione di Duisenberg che sottolineava l'interesse per un euro forte, la quale faceva seguito a una precedente, contrastante affermazione da cui traspariva il *benign neglect* per il valore esterno dell'euro e il convincimento della assoluta inutilità di interventi sui mercati valutari per sostenerne il valore – pur essendo il tasso di cambio su livelli inferiori a quelli che nello scorso settembre avevano spinto le principali Banche Centrali a intervenire proprio per frenare la caduta dell'euro.

c) La fase di incertezza prevalente a livello internazionale incoraggia e sostiene il manifestarsi di effetti *safe-haven*. Come sostenuto nell'ultimo *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internazionale e in diversi rapporti di previsione, le prospettive della crescita globale si sono sensibilmente ridimensionate. In un contesto internazionale caratterizzato da crescente incertezza è plausibile che i flussi di capitale tendano a dirigersi verso i mercati considerati più sicuri. In tal caso evidentemente sarebbe il dollaro a beneficiarne primariamente - per via delle prospettive di lungo termine - e ciò spiegherebbe buona parte della sua attuale forza sia rispetto allo yen che all'euro.

d) La presunta esistenza di un notevole stock "sommerso" di valuta contante delle nazioni dell'UME - accumulata a seguito di transazioni illegali o "informali" - avrebbe prodotto negli ultimi mesi una continua offerta di euro sui mercati valutari che troverebbe origine nella necessità di riciclare tali fondi prima della definitiva scomparsa delle monete nazionali europee.

e) La ricerca di diversificazione ha spinto gli *asset manager* delle società finanziarie e non ad acquisire quote crescenti di titoli denominati in dollari, al fine di sopperire all'impossibilità di effettuare tale diversificazione all'interno dell'area Euro - per via dell'introduzione della moneta unica europea e della crescente correlazione tra i rendimenti dei mercati azionari europei. Tale spiegazione sarebbe peraltro compatibile con il notevole interesse mostrato dagli investitori europei inizialmente per le azioni USA e successivamente per i

*corporate bonds* statunitensi. In effetti i dati più recenti riguardanti i movimenti di capitale mostrano che sono in corso dei cambiamenti abbastanza profondi proprio su questo fronte.

Nel corso del primo trimestre dell'anno si è registrato un deflusso netto di capitali dall'area Euro (come somma di investimenti di portafoglio e di investimenti diretti esteri) pari a oltre 86 miliardi di euro, che costituisce un peggioramento del 100% rispetto al risultato dello stesso periodo dell'anno precedente. Su tale risultato ha influito in modo particolare la voce riguardante i deflussi per prestiti intersocietari (-31,6 miliardi di euro) riguardante transazioni svolte tra società con sede esterna all'area Euro e loro filiali localizzate nella regione Euro - la cui principale determinante è costituita dalle operazioni di *mergers and acquisitions* realizzatesi con notevole intensità negli ultimi due anni. Essendo per lo più regolate mediante *swap* o uso di profitti non distribuiti, tuttavia, tali operazioni non dovrebbero dar luogo a particolari conseguenze sul mercato dei cambi. Sul fronte degli investimenti di portafoglio va invece registrata una netta battuta d'arresto del deflusso di capitali per acquisizioni di azioni; dal deficit di 223 miliardi di euro nel primo trimestre del 2000 si è passati ad un disavanzo di soli 6,5 miliardi di euro nel periodo gennaio-marzo dell'anno in corso. Contemporaneamente ha conosciuto un peggioramento il saldo riguardante i movimenti di capitale per acquisizioni di strumenti di debito: da un surplus di 33 miliardi di euro si è passati a un deficit di 32 miliardi di euro.

La forte riduzione dei deflussi netti di capitale per acquisizione di azioni costituisce un aspetto importante considerando che a partire dal 1995 i flussi netti di capitale per acquisire azioni emesse da società quotate sul mercato USA sono aumentati di ben 12 volte, in buona parte a causa di un fortissimo incremento delle transazioni bilaterali tra USA e paesi dell'area Euro. Un risultato ancor più importante considerando che il FMI aveva recentemente sottolineato come proprio i flussi di capitale dovuti a investimenti azionari fossero tra i principali fattori esplicativi dell'andamento del cambio euro-dollaro degli ultimi anni.

Il forte incremento dei deflussi netti per acquisti di obbligazioni USA trova invece spiegazione nella necessità di diversificazione prima menzionata che non riesce ad essere più soddisfatta investendo primariamente nell'area dell'euro per due motivi: il primo riconducibile alla impossibilità di diversificare per valuta il portafoglio; il secondo dovuto alla fortissima riduzione di offerta di *corporate*

*paper* da parte di società dell'area Euro (passata dal 40 al 30% delle emissioni totali di bond) contemporanea alla maggior offerta di *corporate bonds* USA (pari a 260 miliardi di dollari nei soli primi 5 mesi del 2001) che ha spinto i *money manager* di molti fondi pensione europei ad acquistare titoli obbligazionari americani, il cui *spread* nei confronti dei titoli del *US Treasury* si è ridotto a quasi 250 punti base. Secondo questa versione l'attuale forza del dollaro sarebbe dunque riconducibile all'enorme "appetito" per titoli a reddito fisso USA che si sarebbe manifestato una volta terminata la fase di elevato interesse per il mercato azionario USA.

Le conseguenze dell'euro debole sono molteplici sia sul fronte reale che su quello monetario, sia all'interno dell'UME, che negli USA e in Giappone. Una moneta a lungo sottovalutata può comportare una allocazione delle risorse inefficiente, con un eccessivo uso di risorse all'interno del settore *export-oriented*; inoltre il deprezzamento in termini reali – alterando le condizioni di competitività a vantaggio delle imprese europee – riduce gli stimoli a realizzare operazioni di ristrutturazione, rese invece necessarie dal processo di globalizzazione in corso a livello mondiale oltre che dallo stesso processo di unificazione monetaria. D'altro canto la sottovalutazione dell'euro rende più difficile la conduzione della politica monetaria, tramite gli effetti diretti dovuti all'inflazione importata e indiretti riconducibili a eventuali richieste di incrementi salariali. Un esercizio recentemente condotto da una primaria banca di investimento mostra come un tasso di cambio euro-dollaro a 0,80 possa condurre l'inflazione nella regione euro al 4% stabilmente per i prossimi 6-9 mesi. Qualora ciò avvenisse verrebbe smentita la posizione dello stesso Duisenberg che ha giustificato l'assenza di interventi proprio con la mancanza di stimoli inflazionistici impartiti dal tasso di cambio. Infine l'indebolimento della moneta unica agisce direttamente sulle condizioni monetarie dell'area Euro. Stime di consenso – confermate recentemente dallo stesso FMI – equiparano l'effetto del deprezzamento dell'euro dall'inizio del 1999 a oggi a quello ottenibile mediante una riduzione di 200 punti base del tasso di interesse reale.

A ciò vanno aggiunti i possibili effetti sugli altri due paesi. Negli USA la forza del dollaro ha contribuito a diffondere preoccupazioni sullo stato di salute del manifatturiero, già in evidente crisi a causa del rallentamento conosciuto dalla

domanda interna. Sono di questi ultimi giorni le richieste e gli appelli avanzati dall'associazione delle imprese manifatturiere USA al Ministro del Tesoro O'Neill perché ponga un argine all'apprezzamento del dollaro, che secondo diversi esponenti sarebbe apprezzato del 30% rispetto al valore di equilibrio. In Giappone il rafforzamento dello yen nei confronti dell'euro mette in evidenza una volta di più la limitatezza dello spazio di manovra di cui godono le autorità giapponesi per far fronte ad una eventuale caduta della domanda. La politica monetaria ha già raggiunto da tempo lo stadio dei tassi di interesse nulli mentre la politica fiscale non può essere ulteriormente espansiva per via dell'elevato livello del debito pubblico. In tale contesto il rafforzamento dello Yen contribuisce a rendere più complicato il quadro macroeconomico indebolendo la domanda estera e contribuendo a rafforzare il processo deflazionistico in corso ormai da diversi trimestri, con effetti ancora più negativi per il settore bancario in continua difficoltà.

## **2. LA FINANZA PUBBLICA\***

Nel corso del 2000 è proseguito, con esiti soddisfacenti, il processo di consolidamento del riequilibrio dei conti pubblici, realizzatosi alla vigilia dell'ingresso nell'Unione Monetaria. Il risparmio pubblico (differenza tra entrate e spese correnti) ha raggiunto l'1,8% del PIL; l'avanzo primario si è stabilizzato al 5% del PIL; l'indebitamento netto è sceso all'1,5% del PIL, senza tenere conto dei proventi UMTS (al lordo di tali proventi, il rapporto indebitamento/PIL scende allo 0,3%); il rapporto debito/PIL è ulteriormente diminuito al 110,2%.

Sulla base dei risultati conseguiti nel 2000 e della manovra finanziaria, nello scorso mese di aprile sono stati confermati gli obiettivi per il 2001, che prevedono una ulteriore discesa dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche a 24.500 miliardi, pari all'1% del PIL, un aumento dell'avanzo primario al 5,2% del PIL, una riduzione della pressione fiscale al 42% del PIL.

Le pagine che seguono illustrano l'evoluzione delle entrate e delle spese pubbliche nel corso del 2000, le previsioni per il 2001 e l'andamento dei conti pubblici nei primi mesi dell'anno.

### **2.1 L'evoluzione delle entrate e delle spese pubbliche nel 2000**

Nel corso del 2000 la pressione fiscale si è ridotta dal 43 al 42,4% del PIL, leggermente al di sotto della media U.E., pari al 42,8%. Le entrate tributarie complessive sono aumentate del 3,5% rispetto al 1999, soprattutto per effetto della crescita del gettito delle imposte indirette, pari al 4,9%, mentre più contenuta è stata la crescita delle imposte dirette, pari al 2,1%, inferiore quindi alla crescita del PIL reale.

La crescita del gettito delle imposte indirette è stata trainata dall'IVA, sulla quale hanno manifestato effetti positivi l'andamento favorevole dei consumi, l'emersione di base imponibile, nonché l'aumento del prezzo del petrolio. Per ciò che concerne le imposte dirette, si sono manifestati gli effetti dei provvedimenti di sgravio adottati nel mese di settembre, in fase di predisposizione della manovra finanziaria per il 2001 (riduzione delle aliquote dell'IRPEF). Ha mostrato un

---

\* A cura di M. Flavia Ambrosanio.

andamento positivo anche il gettito dei contributi sociali, con un incremento del 4,6%.

Per quanto riguarda le spese, le uscite correnti al netto degli interessi sono aumentate del 3,4% rispetto al 1999. Più in particolare, i redditi da lavoro dipendente hanno segnato una crescita del 3,1% (che sale al 7,7% per il solo comparto della sanità), che deriva dall'aumento delle retribuzioni lorde (circa 4%) e dei contributi sociali sui datori di lavoro (circa 1%). I consumi intermedi hanno registrato un incremento del 5%, come risultato di una crescita moderata (2,6%) per le Amministrazioni centrali e di un'evoluzione molto più vivace per le Regioni (6,2%), gli enti locali (6,7%) e le aziende sanitarie (5,9%). Le prestazioni sociali in danaro sono aumentate del 2,3%, in misura inferiore rispetto a quanto previsto nel DPEF 2001-2004, per effetto dell'evoluzione contenuta della spesa pensionistica, dovuta all'entrata a regime dei nuovi limiti di età per l'accesso ai trattamenti di vecchiaia, ai requisiti più rigorosi per le pensioni di anzianità e alla modesta perequazione automatica delle pensioni. Al contrario, le prestazioni sociali in natura hanno registrato una dinamica molto sostenuta, con una crescita del 7,2%, causata prevalentemente dalle erogazioni per assistenza sanitaria in convenzione. La quota sul PIL delle spese correnti al netto degli interessi si è comunque ridotta dal 37,8 al 37,1%.

Gli oneri per interessi passivi, dopo la forte flessione registrata nel 1999, hanno ripreso a crescere, sia pure in misura modesta, pari allo 0,9%; ciò non ha tuttavia impedito una ulteriore riduzione del costo del servizio del debito rispetto al PIL, dal 6,7 al 6,5%. Le spese correnti complessive sono cresciute del 3% e si sono attestate al 43,6% del PIL, contro il 44,6% del 1999.

Le uscite in conto capitale hanno invece registrato una leggera flessione, -0,4%, dopo il forte recupero realizzatori nel 1998 e nel 1999, anche per effetto della restituzione di parte del "contributo straordinario per l'Europa" e di maggiori perdite di esercizio di Poste e Ferrovie (contabilizzate tra le spese in conto capitale).

La spesa pubblica complessiva è cresciuta nel 2000 del 2,7%, quasi in linea con la crescita del reddito reale, e ha ridotto la sua incidenza sul PIL di oltre un punto rispetto al 1999, dal 48,4% al 47,3%.

La descritta evoluzione delle entrate e delle spese ha prodotto ulteriori miglioramenti dei saldi rilevanti, con l'aumento del risparmio pubblico e

dell'avanzo primario e la riduzione dell'indebitamento netto. Notevole la riduzione del rapporto debito/PIL dal 114,5% al 110,2%, determinata anche dai proventi dell'allocatione delle licenze UMTS e delle privatizzazioni.

**TAB. 2.1 - Conto economico consolidato  
delle Amministrazioni Pubbliche 1998-2001**  
(migliaia di miliardi di lire)

	1998	1999	2000	2001 Stime
Entrate tributarie	616,3	645,4	668,1	696,0
Contributi sociali	266,6	274,7	287,3	299,0
Altre entrate correnti	66,7	70,2	68,7	72,0
Entrate in conto capitale	14,3	10,7	8,6	15,5
Entrate complessive	963,9	1.001,0	1.032,7	1.082,5
Redditi da lavoro dipendente	222,2	228,7	235,9	246,0
Consumi intermedi	142,4	152,7	161,3	166,5
Prestazioni sociali	352,2	368,5	377,1	394,0
Altre spese correnti	61,0	61,1	63,9	67,0
Spese correnti al netto interessi	777,8	811,0	838,2	873,5
Interessi passivi	166,8	144,8	146,1	146,5
Totale spese correnti	944,5	955,8	984,3	1.020,0
Spese in conto capitale	78,1	83,0	82,6	87,0
Spese complessive	1.022,6	1.038,8	1.097,0	1.107,0
Risparmio pubblico	5,1	34,6	39,7	47,0
Avanzo primario	108,0	107,0	111,8	122,0
Indebitamento netto	58,7	37,7	34,3	24,5

## 2.2 Le stime per il 2001

Le stime di finanza pubblica per il 2001, contenute nella Relazione trimestrale di cassa dello scorso mese di marzo, tengono conto sia del consuntivo 2000 sia dell'aggiornamento del quadro macroeconomico contenuto nella Relazione previsionale e programmatica, presentata nel mese di settembre del 2000. In particolare, si prevedono attualmente una crescita del PIL monetario del 5,4%, del PIL reale del 2,5% ed un tasso d'inflazione del 2,3%.



Per quanto concerne le entrate, viene confermato l'obiettivo della riduzione della pressione fiscale dal 42,4% al 42%. Le entrate tributarie dovrebbero crescere del 4,2%, sulla base di una elasticità del gettito complessivo rispetto al PIL pari almeno ad 1, tenuto conto del minor gettito atteso dall'imposta sui guadagni di capitale, in dipendenza dell'andamento del mercato azionario. La crescita dei contributi sociali è prevista inferiore a quella del reddito nominale, per tenere conto di una probabile riduzione della quota dei redditi da lavoro sul reddito nazionale. Le entrate in conto capitale dovrebbero risultare di gran lunga superiori a quelle realizzate nel 2000 per effetto di maggiori trasferimenti dall'Unione Europea e di maggiori proventi dalle vendite di immobili (questi ultimi sono stimati in 7.500 miliardi). Le entrate complessive dovrebbero pertanto aumentare del 4,8% e assestarsi al 45,5% del PIL.

Per ciò che concerne la spesa, gli oneri per il personale in servizio dovrebbero crescere del 4,3%, per effetto dell'invarianza del numero dei dipendenti e dell'aumento del costo del lavoro unitario, che riflette anche gli aumenti salariali contrattuali definiti nel 2001 ma di competenza del 2000.

Le spese per consumi intermedi dovrebbero mostrare una dinamica meno sostenuta rispetto al 2000, con una crescita del 3,2%, a condizione che si verificano due circostanze: che non si dispongano aumenti degli stanziamenti con la legge di assestamento del bilancio da presentare entro il 30 giugno prossimo; che le norme della legge finanziaria in tema di gestione efficiente e coordinata degli acquisti di beni e servizi da parte degli enti decentrati di spesa producano gli effetti previsti.

In relazione alle prestazioni sociali, le previsioni della spesa pensionistica tengono conto del tasso d'inflazione registrato nel 2000, dell'aumento del numero delle prestazioni e dell'aumento della pensione media (derivante dalla sostituzione delle pensioni di nuova liquidazione a quelle che cesseranno). Le altre prestazioni sociali sono stimate crescere in linea con la crescita del PIL nominale. Le uscite correnti al netto degli interessi dovrebbero pertanto aumentare del 4,2% e ridurre la loro incidenza sul PIL di circa mezzo punto, dal 37,1% al 36,7%.

Le spese per interessi passivi dovrebbero restare sostanzialmente inalterate, sui 146.500 miliardi: agli effetti espansivi della crescita dello stock di debito si contrappongono quelli benefici della riduzione del costo medio del debito, provocata dalla crescente rilevanza dei titoli con cedola più bassa.

Per le spese correnti complessive si prevede quindi un aumento del 3,8%, inferiore alla crescita del PIL nominale, ed una ulteriore riduzione della quota sul PIL dal 47,3% al 46,5%.

Infine, le spese in conto capitale dovrebbero crescere in linea col PIL nominale.

Sulla base delle previsioni di crescita di entrate e spese appena descritte, i saldi di finanza pubblica dovrebbero registrare ulteriori miglioramenti nel corso del 2001, in linea con gli obiettivi programmati. In particolare, l'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche (calcolato secondo i criteri di Eurostat) dovrebbe risultare pari a 24.500 miliardi, l'1% del PIL contro l'1,5% del 2000; l'avanzo primario dovrebbe ancora aumentare a 124.000 miliardi, pari al 5,2% del PIL; il risparmio pubblico dovrebbe attestarsi a 47.000 miliardi, l'1,8% del PIL a fronte dell'1,6% nel 2000; il rapporto debito/PIL scenderebbe di altri 4 punti, dal 110,2% al 106,2%.

**TAB. 2.2 - Conto economico consolidato delle Amministrazioni Pubbliche  
1996-2001: indicatori sintetici in rapporto al PIL (valori %)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001 Stime
Pressione fiscale	42,5	44,5	42,9	43,0	42,4	42,0
Spese correnti al netto interessi	37,6	37,9	37,4	37,8	37,1	36,7
Interessi passivi	11,5	9,4	8,0	6,7	6,5	6,2
Totale spese correnti	49,1	47,2	45,5	44,6	43,6	43,0
Spese in conto capitale	3,8	3,5	3,8	3,9	3,7	3,7
Spese complessive	52,9	50,7	49,2	48,4	47,3	46,6
Avanzo primario	4,4	6,7	5,2	5,0	5,0	5,2
Indebitamento netto	7,1	2,7	2,8	1,8	1,5	1,0
Debito pubblico	122,6	120,1	116,2	114,5	110,2	106,2

### 2.3 L'andamento dei conti pubblici nei primi mesi del 2001

Nel primo trimestre del 2001 il fabbisogno di cassa del settore statale è risultato pari a 33.564 miliardi, contro i 13.951 del primo trimestre del 2000; l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche si è attestato a 25.700 miliardi a fronte degli 11.681 dello scorso anno. Nei primi cinque mesi del 2001 il

fabbisogno di cassa del settore statale è risultato pari a circa 75.000 miliardi, contro i 50.752 dei primi cinque mesi del 2000.

Il peggioramento dei saldi di finanza pubblica rispetto al 2000 è dovuto a diverse cause, alcune di carattere contingente, i cui effetti saranno probabilmente riassorbiti in corso d'anno. Tale peggioramento ha tuttavia destato preoccupazioni (si leggano ad esempio le Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia) ed incertezze circa la possibilità di rispettare gli obiettivi per il 2001, tanto che sono state avanzate ipotesi di una manovra correttiva in corso d'anno. In realtà, le informazioni, disponibili da fonti ufficiali, sui flussi di entrate e spese nei primi mesi di quest'anno, non sono tali da giustificare un'ondata di pessimismo.

Sulla base dei dati relativi al periodo gennaio-aprile 2001, per ciò che riguarda le entrate, si desume che il gettito dell'IRPEF stia crescendo in misura superiore alle previsioni, per effetto della crescita dei redditi da lavoro dipendente e dell'occupazione; ciò dovrebbe produrre una maggiore crescita anche dei contributi sociali. Anche il gettito dell'IRPEG dovrebbe mostrare una dinamica migliore di quella prevista, in conseguenza della crescita dei profitti delle imprese nel corso del 2000. Al contrario, si può avanzare qualche incertezza sull'andamento del gettito dell'IVA, in relazione ad un possibile calo della domanda interna. Qualche intervento incisivo potrebbe inoltre rendersi necessario per realizzare pienamente i proventi attesi, circa 7.500 miliardi, dalla vendita di immobili.

Per quanto concerne l'evoluzione della spesa, sempre sulla base delle informazioni relative ai primi quattro mesi del 2001, segnali positivi giungono dal comparto pensionistico, dove le erogazioni crescono a tassi inferiori rispetto alle previsioni. Le spese per il personale stanno invece crescendo ad un tasso lievemente superiore a quello previsto. Per i consumi intermedi, valgono le considerazioni sopra riportate, circa la legge di assestamento del bilancio. Infine, l'elemento che può destare maggiori preoccupazioni è l'aumento della spesa sanitaria, non interamente giustificato dall'abolizione dei tickets e dall'aumento del prezzo dei farmaci. Lo sfondamento della spesa sanitaria dovrebbe indurre le Regioni ad attuare appropriate iniziative di controllo e di indirizzo, per evitare l'aumento delle tasse regionali, secondo quanto previsto dalla legge finanziaria per il 2001.

In conclusione, lo scenario per il 2001 presenta qualche incertezza su alcune voci di entrata e di spesa; non consente di escludere l'eventualità di qualche intervento nei settori più a rischio, ma non presenta problemi tali da far ritenere interrotto il processo di riequilibrio della finanza pubblica.

### **3. MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE BANCARIA\***

Nell'area dell'euro lo sviluppo degli aggregati monetari si è assestato, nella prima parte dell'anno in corso, su valori compatibili con gli obiettivi della BCE. In tutta l'area e in particolare in Italia, è in corso uno sviluppo accelerato degli impieghi bancari in parte legato alla dinamica degli aggregati macroeconomici (inflazione e crescita reale), in parte a operazioni di finanza straordinaria; soprattutto in Italia, però, la crescita in corso degli impieghi rimane non completamente spiegabile. La decisione della BCE di attuare il 10 maggio scorso una modesta riduzione dei tassi si accompagna al fenomeno di una debolezza del cambio euro-dollaro riconducibile alla forte attrazione che la borsa americana continua ad esercitare sul risparmio europeo. Le condizioni di rallentamento della crescita economica sull'area Euro e gli orientamenti dell'autorità monetaria lasciano intravedere per i prossimi mesi una riduzione dei tassi di mercato monetario con ripercussioni dello stesso segno sulla struttura dei tassi bancari.

#### **3.1 L'andamento degli aggregati monetari e creditizi**

Nel corso del primo quadrimestre del 2001 la crescita della M3 riferita all'area Euro (TAB. 3.1) è ulteriormente decelerata. La media a tre mesi del tasso di crescita di tale aggregato è risultata pari al 5% per il periodo febbraio-aprile 2001, relativamente vicina al valore di riferimento del 4,5%.

La Banca Centrale Europea ha inoltre recentemente osservato che le statistiche riguardanti la moneta dell'area sono distorte verso l'alto, a causa della significativa presenza di acquisti di strumenti negoziabili, inclusi in M3, da parte dei non residenti nell'area dell'euro, fenomeno le cui dimensioni sono superiori a quanto in precedenza ritenuto. Le distorsioni al rialzo della crescita di M3 sarebbero pari a circa mezzo punto percentuale di crescita sui dodici mesi per quanto riguarda le sole quote e partecipazioni in fondi comuni monetari detenute dai non residenti nell'area dell'euro, ma ulteriori accertamenti sono in corso sugli

---

\* Il § 1 è redatto da G. Mastromatteo; i § 2, 4, 5 e 8 da G. Verga; il § 3 da A. Baglioni e i § 6 e 7 a cura di S. Corona e L. Nieri.

altri strumenti negoziabili inclusi in M3 e detenuti dai non residenti. Tenendo conto di questi fattori, il reale rallentamento della M3 negli ultimi mesi è più pronunciato di quanto si pensasse: secondo le stime riviste della crescita di M3, quest'ultima si collocherebbe infatti, da alcuni mesi, sotto il valore di riferimento del 4,5 per cento.

**TAB. 3.1 - Tassi di variazione annuale della moneta**

	Area Euro			Italia			
	M1	M2	M3	M1	M2	M3	
2000	Apr	11,4	5,5	6,7	11,7	7,4	7,0
	Mag	8,7	4,7	6,0	10,6	7,0	7,1
	Giu	7,1	4,3	5,4	6,8	4,4	5,3
	Lug	6,9	3,7	5,2	7,5	5,2	6,2
	Ago	7,1	4,2	5,7	9,3	6,0	6,8
	Set	6,2	4,1	5,3	8,2	5,3	6,1
	Ott	5,8	3,7	5,1	6,9	4,3	5,9
	Nov	5,1	3,7	5,0	5,9	3,3	5,1
	Dic	5,7	3,7	5,1	5,8	2,4	4,3
	2001	Gen	1,5	2,5	4,7	0,4	-1,0
Feb		1,9	2,8	4,8	1,0	-0,6	2,1
Mar		2,0	3,2	5,1	1,5	0,1	3,6
Apr		1,8	3,2	5,2	0,3	-0,8	2,6

**Fonte:** BCE, *Bollettino mensile*, giugno 2001, Tav. 2.4; nostre elaborazioni su Bdl, *Supplemento al Bollettino Statistico Tav. ETAM021*

Nell'ambito della dinamica degli aggregati monetari dell'area Euro si nota anche una sensibile riduzione della crescita delle componenti più liquide (M1 e M2), che presentano nel primo quadrimestre dell'anno tassi tendenziali annui inferiori al 3,5%, contro valori compresi all'incirca tra il 4% ed il 6% del quadrimestre precedente. La progressiva decelerazione della crescita di queste componenti è probabilmente da attribuirsi all'incremento dei tassi a breve termine verificatosi sin dai primi mesi del 2001. Anche le componenti italiane della moneta sono risultate nel periodo considerato in decelerazione: ad aprile in particolare la M3 è cresciuta del 2,6% annuo, contro il 4,3% di fine 2000. La riduzione della crescita, analogamente all'Area Euro, è risultata ancora più sensibile sulle componenti più liquide (M1 e M2, quest'ultima addirittura in diminuzione ad aprile).

Da segnalare che dopo il forte calo di gennaio, nel corso dei mesi successivi tutte le componenti della moneta hanno segnato tassi di crescita

congiunturali mediamente più elevati di quelli rilevati negli ultimi dodici mesi. Il rallentamento della crescita degli aggregati monetari nell'area Euro sembra quindi essersi concluso (TAB. 3.2).

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

	M1	M2	M3
2000 Apr	0,6	0,4	0,3
Mag	-0,2	0,1	0,3
Giu	-0,7	-0,2	-0,2
Lug	0,5	0,4	0,5
Ago	0,8	0,6	0,6
Set	-0,1	0,1	0,2
Ott	0,2	0,2	0,5
Nov	0,2	0,3	0,4
Dic	0,2	0,0	0,4
2001 Gen	-1,5	-0,5	0,2
Feb	1,6	1,1	0,8
Mar	0,0	0,4	0,6
Apr	0,6	0,7	0,7

**Fonte:** BCE, *Bollettino mensile*, giugno 2001, Tav. 2.4; valori destagionalizzati BCE.

Nel corso del primo quadrimestre del 2001 la crescita della raccolta delle banche dell'Area dell'Euro è molto aumentata, ma con tendenza a stabilizzarsi (TAB. 3.3): i depositi crescono del 5,3% in termini annui; la componente dei pronti contro termine mostra la crescita di gran lunga più elevata (24%); le obbligazioni crescono del 9%. Nel primo quadrimestre del 2001 la raccolta delle banche italiane è invece in decremento rispetto a dodici mesi prima (-1,3%), contro un valore del 6,3% di fine anno, in controtendenza rispetto alla situazione dell'intera Area Euro; la crescita delle obbligazioni è invece sostanzialmente allineata a quella dell'area Euro, mentre nettamente superiore appare in Italia la crescita dei PcT. Il peso dei depositi bancari sul totale della raccolta si mantiene più alto nell'area dell'euro che in Italia (77,5% contro il 70,8%).

Nel contempo, il tasso di crescita dei prestiti bancari (TAB. 3.4) si è mantenuto invece elevato e prossimo ad un valore del 9% per l'Area Euro ed a valori ancora superiori (10-11%) per l'Italia. Le banche sostengono il processo

riducendo progressivamente il portafoglio titoli, con l'eccezione della componente azionaria.

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

		Depositi *		Obbligazioni **
		Totale	A vista	
Area Euro				
2000	Apr	5,5	13,8	10,5
	Mag	5,8	10,2	10,1
	Giu	4,4	7,5	9,4
	Lug	3,5	8,3	10,2
	Ago	3,9	8,5	10,6
	Set	3,5	7,2	9,7
	Ott	2,8	7,1	9,4
	Nov	1,9	5,9	8,3
	Dic	3,4	7,3	8,6
2001	Gen	5,2	2,8	9,6
	Feb	5,7	3,4	9,9
	Mar	6,0	3,6	9,8
	Apr	5,3	3,4	9,0
quota Aprile		77,5	14,0	22,5
Italia				
2000	Apr	10,8	9,7	10,8
	Mag	12,2	8,7	10,1
	Giu	9,4	4,5	9,6
	Lug	10,5	6,2	9,5
	Ago	8,1	7,4	9,8
	Set	7,2	6,2	11,1
	Ott	8,3	4,7	10,6
	Nov	9,6	3,6	10,0
	Dic	6,3	3,9	11,4
2001	Gen	1,2	-2,1	10,6
	Feb	-0,4	-1,8	10,5
	Mar	1,6	0,9	9,9
	Apr	-1,3	-0,2	10,0
quota Aprile		70,8	35,6	29,2

\* Esclusi depositi dell'Amministrazione centrale. \*\* Inclusive passività subordinate.

**Fonte:** BCE, *Bollettino mensile*, Tavola 2.2, giu. 2001; Bdl, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori Monetari e Finanziari, Istituzioni Finanziarie Monetarie: Banche e Fondi Comuni Monetari*, Tavv. 1 e 3 (ETDM0020 e ETDM0050), giu. 2001.

**Nota:** I dati tendenziali annui relativi all'Area Euro contenuti nella presente tabella risentono, a partire da gennaio 2001, dell'inclusione della Grecia nell'Area stessa, risultando pertanto sovrastimati per circa 1-1,5 punti percentuali.



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

		Prestiti	Titoli	Azioni
Area Euro				
2000	Apr	9,5	0,7	25,5
	Mag	9,2	-1,4	24,8
	Giu	8,5	-1,9	19,2
	Lug	8,5	-2,7	20,8
	Ago	8,7	-4,2	21,5
	Set	9,3	-4,7	23,6
	Ott	9,0	-6,0	22,6
	Nov	8,3	-6,7	18,4
	Dic	8,6	-6,8	16,2
	2001	Gen	9,5	-3,3
Feb		9,2	-3,0	16,8
Mar		9,0	-0,1	10,7
Apr		8,4	1,6	12,4
Italia				
2000	Apr	11,6	-8,7	21,8
	Mag	11,6	10,4	16,2
	Giu	10,9	-11,3	29,3
	Lug	10,8	-12,1	35,5
	Ago	11,7	-13,1	35,2
	Set	12,3	-15,3	27,2
	Ott	12,9	-15,6	29,7
	Nov	10,9	-13,7	21,9
	Dic	11,9	-15,5	23,7
	2001	Gen	11,2	-13,0
Feb		10,3	-12,3	10,6
Mar		11,1	-10,8	10,0
Apr		10,7	-9,4	16,4

**Fonte:** BCE, *Bollettino mensile*, Tavola 2.2, giu. 2001; BdI, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori Monetari e Finanziari, Istituzioni Finanziarie Monetarie: Banche e Fondi Comuni Monetari*, Tav. 1 ETDM0010, mag. 2001.

**Nota:** I dati tendenziali annui riferiti all'Area Euro contenuti nella presente tabella risentono, a partire da gennaio 2001, dell'inclusione della Grecia nell'Area stessa, risultando pertanto sovrastimati per circa 1-1,5 punti percentuali.

Gli alti valori di espansione del credito sono altresì in parte condizionati, secondo la BCE, da alcuni fattori di carattere eccezionale, quali il finanziamento di fusioni ed acquisizioni e l'acquisto delle licenze UMTS. Negli ultimi mesi, si presentano segnali di un rallentamento degli aggregati creditizi, anche con riferimento al credito al settore privato: la BCE ha attribuito tale rallentamento, almeno parzialmente, all'effetto della crescita dei tassi attivi bancari, cominciata

nella seconda metà del 1999 e terminata alla fine del 2000, oltre che al peggioramento del clima di fiducia delle imprese.

*Sulla definizione di "moneta" nell'area Euro.* Nel Bollettino di maggio 2001 della BCE, viene analizzato un fenomeno distorsivo che riguarda la definizione della moneta dell'area dell'euro, ed in particolare la definizione di M3. Viene messo in evidenza, in particolare, che si è avuta una crescita rilevante di alcuni strumenti finanziari che per le loro caratteristiche - grado relativamente elevato di liquidità e una limitata volatilità di prezzo - possono essere considerati stretti sostituti di altri strumenti inclusi in M3, come i depositi con scadenza prestabilita. Si tratta, in particolare, delle quote e partecipazioni di fondi comuni monetari, dei titoli di mercato monetario e delle obbligazioni con scadenza sino a 2 anni.

Una parte significativa di questi strumenti sono frequentemente collocati sul mercato da banche d'investimento, sono spesso detenuti da investitori finali in conti di deposito titoli e vengono rimborsati tramite sistemi di regolamento internazionale. Per tali ragioni, le banche e le altre istituzioni monetarie-finanziarie non dispongono di informazioni certe circa la residenza dei detentori: risulta quindi difficile separare, nel totale, la porzione degli ammontari relativi a tali strumenti detenuta da non residenti, che non dovrebbe essere inclusa nel totale di M3.

Prima dell'avvio della terza fase dell'UME, gli ammontari in essere di tali strumenti in possesso di non residenti erano relativamente modesti e soggetti ad una moderata crescita; pertanto fu presa la decisione di includere la totalità di tali strumenti negoziabili all'interno dell'aggregato M3, nonostante ciò ne inficiasse parzialmente la precisione. Dopo l'avvio della terza fase, il loro tasso di crescita è stato però molto sostenuto, arrivando a superare il 20% in determinati periodi e contribuendo in misura significativa all'incremento complessivo dell'aggregato M3. Pertanto, la quota percentuale degli strumenti negoziabili in questione sul totale della moneta M3 è passata da circa il 10% dell'inizio della terza fase all'attuale 12-13%. Recenti evidenze della Banca Centrale Europea hanno messo in luce come nel periodo in questione una parte rilevante della crescita degli strumenti negoziabili inclusi in M3 sia dovuta alla domanda di non residenti.

Per stimare questa componente, occorre distinguere, da un lato, i titoli del mercato monetario ed i titoli di debito a breve e, dall'altro, le quote e le partecipazioni a fondi comuni monetari. Mentre per i primi non sono ancora disponibili stime sufficientemente precise, per i secondi la BCE stima che la crescita degli acquisti da parte dei non residenti possa avere determinato un aumento sul tasso di crescita tendenziale annuo di M3 pari a circa mezzo punto percentuale. Per i titoli del mercato monetario ed i titoli di debito a breve termine, le prime valutazioni della BCE, peraltro non ancora confermate, indicherebbero comunque un impatto distorsivo sulla crescita di M3 assimilabile a quello dei fondi comuni (0,5%). Pertanto, se questo secondo dato verrà confermato, la componente *di crescita* di M3 riferita a strumenti negoziabili in mano a non residenti sarà pari all'1%. Ciò significa che l'incremento di M3, attualmente pari al 5% al lordo di tali componenti - in discesa da aprile 2000, quando aveva toccato il valore massimo del 6,7% - si sarebbe mantenuto al di sotto del valore di riferimento del 4,5% già a partire dal secondo semestre del 2000.

### **3.2 Politica monetaria, tassi e cambio euro-dollaro**

Il 10 maggio 2001 la Banca Centrale Europea ha abbassato i tassi d'interesse di riferimento di un quarto di punto, riducendo al 4,50% il tasso di rifinanziamento principale che il 6 ottobre scorso era stato portato al 4,75%.

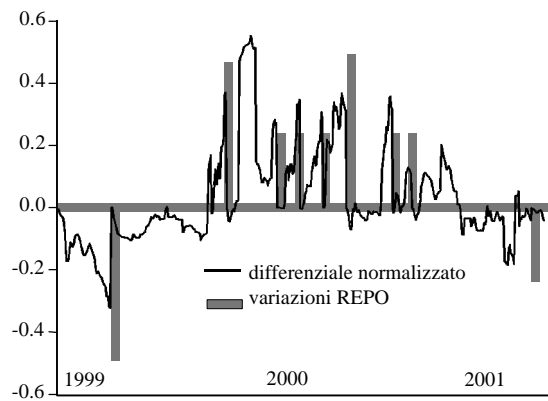
Secondo la Banca Centrale Europea, tale decisione “va considerata come un adeguamento del livello dei tassi alle pressioni inflazionistiche che si sono in certa misura attenuate in un orizzonte di medio periodo.” “Per quanto concerne il primo pilastro, [infatti,] le informazioni recenti indicano che gli andamenti monetari non rappresentano più un rischio per la stabilità dei prezzi.” Anche riguardo il secondo pilastro, “le evidenze disponibili suggeriscono che i rischi al rialzo per la stabilità dei prezzi si sono in certa misura ridotti (*Bollettino Mensile*, maggio 2001, p.5).”

Questo provvedimento è stato però criticato da più parti, sia riguardo al merito, sia al momento dell'operazione e, secondo alcuni, avrebbe avuto conseguenze destabilizzanti per i mercati. Come risulta dalla FIG. 3.1, che riporta il differenziale normalizzato tra l'Euribor a 1 mese e il Repo - cioè una misura

dell'aspettativa di un vicino intervento -, la riduzione dei tassi era già stata considerata imminente a fine marzo-inizio aprile. E ciò sia per la mutata congiuntura internazionale e per la minor crescita nell'area Euro, sia per la forte riduzione dei tassi di *policy* e dei tassi a breve americani (FIG. 3.2): a partire dagli ultimi mesi del 1999, la Fed era intervenuta più volte per cercare di contrastare il rallentamento dell'economia USA.

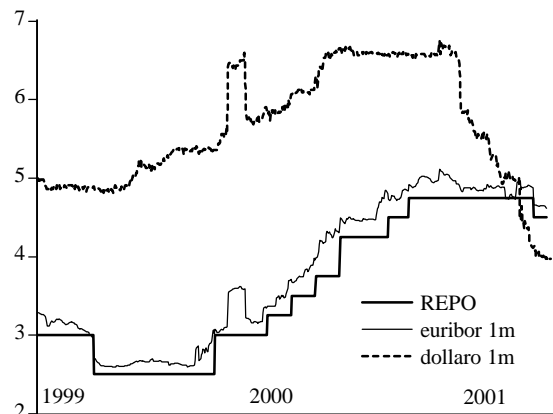
Questo aveva, tra l'altro, creato fenomeni di *underbidding*, di cui si discuterà più sotto, che avevano paradossalmente portato, in un alcune occasioni, i tassi a brevissima scadenza (EONIA) a un livello particolarmente elevato.

**FIG. 3.1 – Differenziale normalizzato tra EURIBOR a un mese e REPO e variazioni REPO (dati giornalieri; periodo 4.01.1999 – 4.06.2001)**



**Fonte:** nostre elaborazioni su dati Datastream

**FIG. 3.2 – Tassi a breve nella zona Euro e negli USA (dati giornalieri; periodo 4.01.1999 – 4.06.2001)**



**Fonte:** Datastream

Quando la Banca è finalmente intervenuta, l'aspettativa di un'imminente riduzione dei tassi ufficiali si era esaurita (FIG. 3.1). Gli operatori si erano ormai convinti che il perdurare dello sfondamento del tetto del 2% da parte dell'inflazione corrente avesse portato la Banca ad assumere un atteggiamento più marcatamente antinflazionistico, col risultato che non avrebbe seguito l'orientamento espansionistico della Fed. Nel passato un tale errore di valutazione da parte degli operatori non si era mai verificato: come risulta dall'andamento del differenziale tra Euribor a 1 mese e REPO, il mercato aveva sempre correttamente anticipato gli interventi della BCE.

La manovra effettuata, giunta proprio in un momento di ripresa dell'inflazione corrente, ha così sconcertato molti operatori ed esperti, che hanno accusato la Banca Centrale Europea di avere una politica confusa e contraddittoria. In particolare, una critica rivolta alla BCE è quella di aver ridotto i tassi solo per venir incontro alle necessità della Germania, i cui dati del settore reale, diffusi poco prima dell'intervento, erano tutt'altro che soddisfacenti. La giustificazione data dalla Banca in difesa del suo operato si basa su diversi punti, di cui i principali sono i seguenti.

**TAB. 3.5 - Confronto tra alcune previsioni sull'inflazione al consumo dell'area Euro 2000-2002<sup>(1)</sup> (variazioni percentuali annue)**

	Data di pubblicazione	Variabile e anno di riferimento			
		Inflazione		PIL reale	
		2001	2002	2001	2002
BCE (di cui: valore centrale)	2000 Dic	1,8-2,8 (2,4)	1,3-2,5 (1,9)	2,6-3,6 (3,0)	2,5-3,5 (3,0)
	2000 Giu	2,3-2,7 (2,5)	1,2-2,4 (1,8)	2,2-2,8 (2,5)	2,1-3,1 (2,6)
Commissione europea	2000 Nov	2,2	1,9	3,2	3,0
	2001 Apr	2,2	1,8	2,8	2,9
FMI	2000 Ott	1,7	-	3,4	-
	2001 Apr	2,3	1,7	2,4	2,8
OCSE	2000 Nov	2,3	2,0	3,1	2,8
	2001 Apr	2,2	1,9	2,6	2,7
Consensus Economics Forecasts	2000 Nov	2,0	-	3,1	-
	2001 Mag	2,3	1,8	2,5	2,7
Survey of Professional Forecasters	2000 Nov	2,0	1,8	3,1	2,8
	2001 Mag	2,3	1,8	2,5	2,6

**Fonte:** BCE, *Bollettino Mensile*, dicembre 2000 e giugno 2001

**Note:** (1) IACP; per il FMI e Consensus Economics Forecasts: IPC; per l'OCSE: deflatore dei consumi privati; per la BCE vale l'ipotesi di tassi a breve e cambio invariati.

Il valore dell'inflazione cruciale per le decisioni di politica monetaria *non* è quello *corrente*, ma quello *atteso* tra 18-24 mesi. Come ha ricordato Duisenberg, "il Consiglio Direttivo della BCE deve focalizzarsi sul mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo perché solo questa prospettiva tiene conto dei ritardi con cui la politica monetaria esplica i suoi effetti nell'economia" (Duisenberg, 28 maggio 2001). "Ma, d'altra parte, tutte le previsioni disponibili (TAB. 3.5) - e non vi sono motivi per dissentire - indicano che nel medio periodo - dove con questo termine s'intende un periodo di 1,5-2 anni - l'inflazione tornerà sotto il 2%" (Duisenberg e Noyer, 10 maggio 2001)."

Anche l'*attuale* livello dell'inflazione corrente - peraltro non modificabile dall'*attuale* politica monetaria - non è eccessivamente alto, perché in buona parte riconducibile a fenomeni transitori. "Come già detto in altre occasioni, vi è una serie di fattori temporanei che premono sul tasso d'inflazione. Primo, nel corso del 2000 abbiamo avuto un prezzo del petrolio alto e un trend al ribasso del valore dell'euro. I loro effetti continuano a sentirsi, ma in maniera più moderata. Inoltre, si è appena avuta l'esplosione dell'afta che ha dato una spinta ai prezzi degli alimentari non trasformati, la quale richiederà qualche tempo prima di esaurirsi" (Duisenberg e Noyer, 10 maggio 2001). Anche se è "probabile che la trasmissione degli effetti indiretti dei passati rincari del petrolio e del passato deprezzamento dell'euro prosegua per alcuni mesi" (Bollettino Mensile, maggio 2001, p. 6), ciò non deve rappresentare una fonte di preoccupazione per il medio periodo: come emerge anche dalle previsioni della BCE e delle altre fonti (v. ancora TAB. 3.5), tra ottobre/novembre 2000 e aprile/maggio 2001 i rischi per la *futura* stabilità dei prezzi si sono ridotti. Tra l'altro, anche lo stesso livello dell'inflazione corrente, una volta depurato (*core inflation*) dagli effetti della crescita del costo (in euro) delle materie prime e degli alimentari non trasformati - e che per alcune banche centrali esprime l'obiettivo inflazionistico - non è particolarmente elevato, essendo tuttora (aprile 2001) sotto il 2% (TAB 3.6).

La decisione di intervenire il 10 maggio non è dipesa né dai deludenti dati sulla crescita in Germania, né da pressioni esterne, né dal desiderio di *confondere* gli operatori. Innanzitutto la BCE ha duramente ribadito di avere "sempre prestato attenzione, e di continuare a farlo, all'intera area: finché non vengono tradotti in indicatori dell'intera area, per l'Autorità Monetaria i nuovi dati sulla produzione industriale in Germania o in Italia non sono altro che un'evidenza da rotocalco"

**TAB. 3.6 – Indice armonizzato dei prezzi al consumo e principali componenti** (variazioni % annue)

	Indice compless.	Idem netto alimentari ed energ.	Beni	Idem netto alimentari ed energ.	Servizi	Alimentari non trasformati	Beni energetici
1998	1,1	1,4	0,7	1,2	1,9	1,9	-2,6
1999	1,1	1,1	0,9	0,7	1,5	0,0	2,4
2000	2,3	1,1	2,7	0,6	1,7	1,7	13,3
2000 Apr	1,9	1,1	1,9	0,4	1,8	0,1	10,2
Mag	1,9	0,9	2,2	0,4	1,5	0,5	12,0
Giu	2,4	1,1	2,8	0,5	1,7	1,5	14,5
Lug	2,3	1,0	2,7	0,4	1,7	2,6	13,4
Ago	2,3	1,1	2,7	0,6	1,8	3,3	11,9
Set	2,8	1,3	3,4	0,8	1,8	3,3	15,5
Ott	2,7	1,3	3,2	0,8	1,9	3,2	14,6
Nov	2,9	1,4	3,4	0,9	1,8	3,5	15,2
Dic	2,6	1,5	3,0	1,1	1,8	3,9	11,3
2001 Gen	2,4	1,6	2,6	1,1	2,3	4,5	7,8
Feb	2,6	1,8	2,8	1,3	2,2	4,7	8,2
Mar	2,6	1,9	2,8	1,5	2,2	6,7	5,6
Apr	2,9	1,9	3,4	1,8	2,4	7,3	7,8

**Fonte:** BCE, *Bollettino Mensile*, giugno 2001 e nostre elaborazioni

(Duisenberg e Noyer, 10 maggio 2001). Da ciò deriva che la decisione di ridurre i tassi va esclusivamente imputata al progressivo mutamento dello scenario economico, in base al principio che “nuovi fatti portano a nuove affermazioni e, qualche volta, a nuove conclusioni, e questo è quello che è successo. Le pressioni interne ed esterne dei *media* e dei politici non c’entrano proprio nulla” (*ibidem*). Il momento dell’operazione non può pertanto essere criticato. I movimenti del REPO sono discreti, non continui, e quindi non esiste un “giorno” adatto per l’intervento, per il semplice motivo che la realtà muta solo gradualmente. Come nello stesso 10 maggio ha sostenuto Duisenberg, “se avessimo aspettato altre quattro settimane prima di muovere i tassi, e nel frattempo avessimo rese pubbliche le informazioni che renderemo disponibili oggi e più diffusamente sul Bollettino Mensile della prossima settimana, sono sicuro che tra quindici giorni la domanda sarebbe stata ‘che c’è di nuovo? Perché quello che fate oggi non l’avete fatto quattro settimane fa?’” (*ibidem*). In poche parole è successo che, in uno scenario inflazionistico di medio periodo che si andava progressivamente rischiarando, le ultime notizie - il rallentamento della moneta e la revisione al

ribasso delle previsioni inflazionistiche e della crescita del PIL - insieme ad un ulteriore miglioramento di buona parte degli altri indicatori, avrebbero semplicemente convinto la Banca che fosse finalmente arrivato il momento di agire.

Queste spiegazioni avanzate dalla Banca Centrale Europea per giustificare l'intervento espansivo del 10 maggio sembrano accettabili e coerenti con la sua impostazione di politica monetaria. In accordo con quanto la Banca ha sempre affermato, la politica monetaria, il cui obiettivo primario è la stabilità dei prezzi nel medio periodo, richiede circa 1,5 - 2 anni prima di diventare efficace e quindi non può che essere di tipo preventivo (*acting in advance*). Ciò implica che gli interventi di *oggi* vanno calibrati ai rischi inflazionistici previsti *tra* 18-24 mesi, e non all'inflazione corrente. Poiché le stime relative a un periodo così lontano sono piuttosto incerte, prima di agire la BCE attende che tutta la batteria di indicatori del primo e del secondo pilastro diano indicazioni sufficientemente univoche e coerenti riguardo all'inflazione futura. Le decisioni della Banca tengono poi conto anche dell'obiettivo secondario del trattato di Maastricht, sostanzialmente la crescita economica. Nel caso in esame, la *riduzione del pericolo* inflazionistico, accompagnata al peggioramento delle *previsioni di crescita* del PIL della zona Euro, in un ambiente di ribassi dei tassi di *policy* americani, ha convinto la BCE a ridurre i suoi tassi di 25 punti base, anche se l'inflazione *corrente* era in aumento.

Lasciando aperta la questione se una riduzione di un quarto di punto fosse la misura corretta da adottare (la Fed ha ridotto i suoi tassi di 2,5 punti), resta comunque un grosso problema, quello della comunicazione tra la Banca e i mercati. Resta il fatto che, anche se la struttura dei tassi sull'euro indicava attese al ribasso, quando questo è finalmente avvenuto gli operatori non se l'aspettavano. A differenza che nel passato, quindi, la politica della Banca è stata poco chiara e questa scarsa chiarezza ha in parte coinvolto anche gli stessi obiettivi finali della politica monetaria, tanto che alcuni avevano accusato la banca centrale di essere troppo antinflazionistica. Occorrerebbe quindi una maggior diffusione di notizie *ufficiali* da parte della BCE, per esempio nei comunicati stampa emessi dopo ogni riunione - indipendentemente dal fatto che siano stati presi provvedimenti o no -, così da preparare meglio il mercato a successivi interventi di politica monetaria, come del resto era stato fatto tra la seconda parte del 1999 e l'inizio del 2000. In mancanza di questo, *rumors* e affermazioni estemporanee di singoli esponenti della Banca o di Governi, accompagnati da



silenzi ufficiali, non possono che confondere gli operatori e minare la credibilità della politica della BCE.

### **3.3 Il problema dell'underbidding nelle operazioni di politica monetaria**

Nella gestione operativa della politica monetaria è recentemente emerso un problema tecnico che si è manifestato nei periodi di forti aspettative di ribasso dei tassi d'interesse. Questo problema, noto come *underbidding*, deriva dal fatto che, in presenza di diffuse aspettative di ribasso dei tassi ufficiali, gli ammontari di finanziamento richiesti alle aste P/T settimanali sono inferiori ai quantitativi che effettivamente occorrono al mercato. Le banche presentano richieste inferiori alle necessità, prevedendo di potersi indebitare a tassi inferiori nei giorni successivi all'asta. Ciò crea una situazione di generale carenza di liquidità nel periodo che segue l'operazione di politica monetaria: in questo periodo, infatti, il tasso interbancario *overnight* si discosta significativamente dal valore centrale del "corridoio dei tassi" (cioè dal tasso base sulle operazioni di rifinanziamento principali); le banche sono costrette ad un massiccio ricorso al tasso (penalizzante) sulla *marginal lending facility* della BCE. E questo periodo di tensione sul mercato interbancario può durare fino alla successiva operazione di rifinanziamento principale, a meno che nel frattempo la BCE non decida di intervenire con un'operazione straordinaria di *fine tuning* che fornisce al mercato la liquidità necessaria per tornare in equilibrio. Può però accadere che nemmeno la successiva asta sia sufficiente per ridurre lo stato di tensione esistente: ciò accade quando la BCE decide di non compensare interamente il deficit di liquidità creatosi in un'asta aumentando adeguatamente il quantitativo assegnato nell'asta successiva. Nel 2001 problema si è presentato due volte. Qui di seguito riportiamo quanto avvenuto nei due episodi di *underbidding* verificatisi in febbraio ed aprile.

*Primo episodio.* Nell'asta del *13 febbraio*, sono state sottoposte domande di finanziamento per un importo pari a 65,3 miliardi di euro: le richieste sono state interamente soddisfatte; tuttavia, questo quantitativo era inferiore all'importo di P/T in scadenza a quella data (84 miliardi), e insufficiente rispetto al fabbisogno di liquidità del sistema nella restante parte del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. Il deficit di liquidità creatosi è stato solo parzialmente

compensato dalla BCE nella successiva operazione del 20 febbraio: in questa sono stati assegnati 155 miliardi (ad un tasso medio del 4,83%, superiore al tasso-base del 4,75%), contro i 200,5 richiesti. La situazione di tensione sul mercato interbancario, creatasi in seguito all'*underbidding* del 13 e all'ammontare - relativamente contenuto - aggiudicato il 20, ha avuto due evidenti conseguenze: 1) un aumento del tasso *overnight* (EONIA), che è arrivato a sfiorare il tasso sulla *marginal lending facility* (5,75%); 2) un eccezionale ricorso al rifinanziamento marginale: la media giornaliera di utilizzo della *marginal lending facility* è stata, nel periodo di riserva terminante il 23 febbraio, pari a 2,6 miliardi di euro (contro una media giornaliera di 0,5 nel periodo precedente), con un picco di 33,5 miliardi il 20 febbraio (quando è stato annunciato l'esito dell'asta).

*Secondo episodio.* Nell'asta del 10 aprile le richieste di finanziamento - interamente soddisfatte - sono state pari a 25 miliardi di euro: questo quantitativo era pari alla metà dell'importo in scadenza ed insufficiente rispetto al fabbisogno di liquidità del sistema nella restante parte del periodo di riserva. Il deficit di liquidità creatosi è stato solo parzialmente compensato dalla BCE nella successiva operazione del 17 aprile: in questa sono stati assegnati 172 miliardi (ad un tasso medio del 4,91%, significativamente superiore al tasso-base del 4,75%), contro i 257,7 richiesti. La situazione di tensione sul mercato interbancario, creatasi in seguito all'*underbidding* del 10 e all'ammontare - relativamente contenuto - aggiudicato il 17, ha avuto due conseguenze evidenti: 1) un aumento del tasso *overnight* (EONIA), che è arrivato ad eguagliare il tasso sulla *marginal lending facility* (5,75%); 2) un eccezionale ricorso al rifinanziamento marginale: la media giornaliera di utilizzo della *marginal lending facility* è stata, nel periodo di riserva terminante il 23 aprile, pari a 2,2 miliardi di euro (contro una media giornaliera di 0,5 nel periodo precedente).

Come risulta da questi due episodi, nonché da prese di posizione della BCE, la reazione della banca centrale all'*underbidding* consiste nel non attivare operazioni di *fine tuning* per rifinanziare il mercato nei giorni successivi all'asta in cui il problema si verifica; inoltre, la BCE non ha ritenuto di dover annullare il deficit di liquidità creatosi neppure nell'operazione di rifinanziamento principale immediatamente successiva. Ne è conseguito un protrarsi della situazione anomala sul mercato della liquidità per tutta la restante parte del periodo di mantenimento della riserva obbligatoria. La BCE giustifica tale comportamento

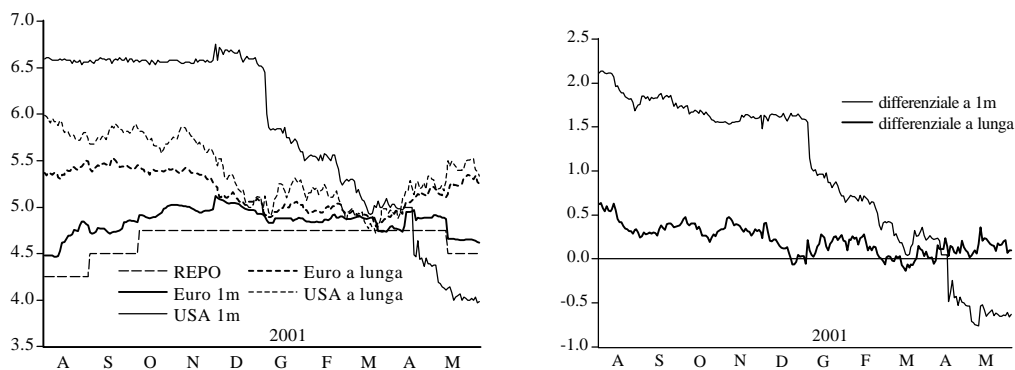
affermando che non intende assecondare una sorta di “scommessa a senso unico del mercato” che consiste nel fatto che i tesoreri bancari assumono il loro comportamento di *underbidding* sulla base di una generalizzata previsione di ribasso dei tassi ufficiali; se questa previsione si rivela non corretta, è giusto che essi “paghino un prezzo” per l’errore di previsione; se, al contrario, la BCE rifinanziasse il mercato nei giorni successivi, essi non pagherebbero alcun prezzo. Sembra quindi che lo squilibrio creato dal mercato debba trovare una soluzione nel mercato stesso (con un aumento del tasso interbancario *overnight*) e con il ricorso alla *marginal lending facility*, che comunque pone un tetto al tasso interbancario stesso, limitando i danni della situazione creatasi.

La posizione della BCE appare a nostro avviso discutibile per il seguente motivo. La gestione della politica monetaria nell’area Euro si fonda sulla fissazione di un tasso ufficiale (il tasso base sulle operazioni di rifinanziamento principali), il quale determina il grado di restrizione/espansione della politica monetaria. Una volta fissato questo tasso, la gestione della liquidità deve essere “neutrale”: essa deve garantire che il mercato interbancario trovi giornalmente un equilibrio, ad un tasso *overnight* che si discosti il meno possibile dal tasso di *policy*: solo così lo strumento a disposizione della BCE (il tasso base sulle aste P/T) condiziona in modo efficace l’evoluzione dell’obiettivo operativo della politica monetaria (il tasso di mercato *overnight*). In questo quadro operativo, la banca centrale deve intervenire per ripristinare condizioni normali sul mercato interbancario, evitando il perdurare di situazioni anomale, come quelle che si verificano nel periodo immediatamente successivo ad un’asta in cui ci sia stato un rilevante *underbidding*. Il mantenimento di condizioni ordinate sul mercato, evitando che il tasso *overnight* si discosti in misura significativa dal tasso di *policy*, secondo noi rappresenta un compito istituzionale della banca centrale, che dovrebbe prevalere sulla presunta esigenza di non assecondare “scommesse” da parte delle tesorerie bancarie.

### 3.4 I tassi di mercato e le aspettative

L'andamento del REPO, fermo fino al 10 maggio, ha significativamente vincolato l'andamento dei tassi a breve che solo in minima parte hanno risentito della forte riduzione dei rendimenti USA di pari scadenza (FIG. 3.3). Su un sentiero pressoché indipendente da quello dei tassi ufficiali si è invece mosso il tasso a lunga sull'euro che, come sempre, ha presentato un andamento molto regolare, influenzato com'è dalle aspettative dell'inflazione di più lungo termine e dal costo-opportunità di detenere titoli americani: la crescita in atto da marzo dei rendimenti di questi ultimi ha infatti spinto verso l'alto anche i tassi europei. Questo diverso comportamento dei tassi a breve e a lunga ha significativamente modificato il differenziale per scadenza tra rendimenti americani ed europei (parte di destra della FIG. 3.3). Mentre per i tassi a breve il differenziale è diventato negativo, per i tassi a lunga rimane positivo, anche se nel tempo si è molto ridotto.

**FIG. 3.3 – Tassi a breve e a lunga scadenza nell'area Euro e negli USA**  
(periodo: 1 agosto 2000 – 4 giugno 2001)



**Fonte:** Datastream

La TAB. 3.7, che riporta i rendimenti da 1 a 12 mesi delle due zone, è particolarmente indicativa: i tassi americani sono inferiori a quelli europei, ma l'aspettativa contenuta nei tassi impliciti è che, entro un anno, i tassi mensili USA supereranno gli europei.

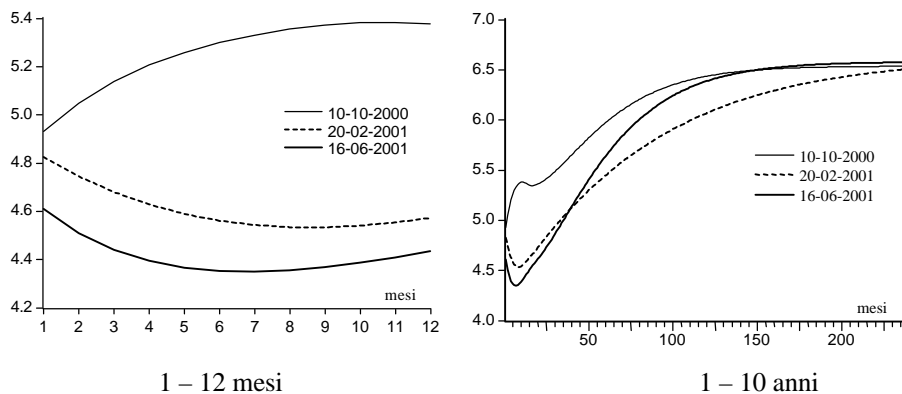
**TAB. 3.7 – Tassi interbancari e corrispondenti  
tassi impliciti del 15-6-2001**

Scad. (mesi)	Tassi interbancari		Tassi impliciti mensili	
	EURO	USA	EURO	USA
1	4,60	3,95	4,60	3,95
2	4,56	3,89	4,52	3,83
3	4,53	3,85	4,47	3,77
4	4,50	3,85	4,40	3,85
5	4,46	3,84	4,33	3,81
6	4,44	3,84	4,32	3,83
7	4,43	3,87	4,38	4,07
8	4,42	3,90	4,36	4,12
9	4,42	3,93	4,37	4,14
10	4,42	3,97	4,40	4,30
11	4,41	4,00	4,34	4,35
12	4,41	4,04	4,41	4,45

**Fonte:** Il Sole 24 Ore, 16 giugno 2001 e nostre elaborazioni

Nella zona Euro, comunque, la curva dei tassi d'interesse per scadenza permane decrescente nel comparto delle scadenze più brevi. La stessa osservazione vale per i tassi impliciti, con la parte decrescente ridotta rispetto a qualche mese fa anche se attestata a livelli inferiori. I valori relativi alle scadenze oltre i 4 anni sono invece più elevati che a febbraio, mentre le scadenze più lontane sono risalite al livello dello scorso ottobre (FIG. 3.4).

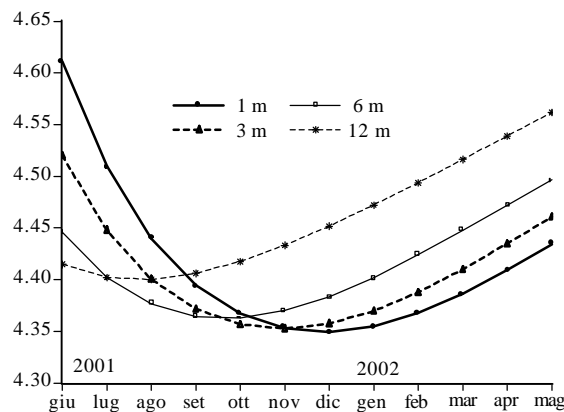
**FIG. 3.4 – Struttura dei tassi per scadenza e tassi impliciti  
(fino a 18 mesi: EURIBOR, oltre gli 8 mesi IRS)**



**Fonte:** nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*; vari numeri;  
stima: *fuzzy OLS* di Giles e Draeseke (2001)

Le previsioni dei principali tassi Euribor deducibili dalla curva dei tassi impliciti sono riportate nella FIG. 3.5: la tendenza alla diminuzione per la scadenza a un mese dovrebbe continuare sino a fine anno; quella dei tassi a 3 e 6 mesi dovrebbe invece già esaurirsi nell'autunno del 2001 e ancor prima quella dei rendimenti annuali.

**FIG. 3.5 – Andamento futuro dei tassi euribor calcolato in base ai tassi impliciti**



**Fonte:** nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*, 16-6-2001.

**FIG. 3.6 – Tassi impliciti degli IRS e tassi a lunga scadenza (dati giornalieri; periodo: 1 gennaio 1999 - 4 giugno 2001)**



**Fonte:** nostre elaborazioni su dati Datastream

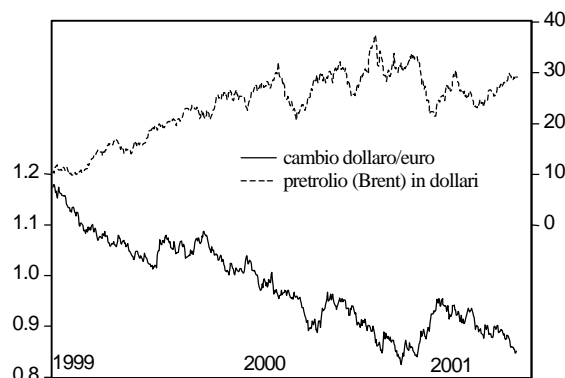
L'andamento nel tempo dei tassi impliciti ricavati dagli IRS (*interest rate swaps*) (FIG. 3.6) riconferma che i mutamenti intercorsi nelle aspettative hanno solo marginalmente toccato le scadenze più lunghe, più sensibili alle aspettative inflazionistiche e di crescita di lungo periodo, che continuano quindi ad

incorporare un significativo grado di fiducia nella capacità della BCE di perseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi.

### 3.5 Il cambio e la politica della Banca Centrale: un approfondimento

In questi ultimi mesi l'euro ha ripreso ad indebolirsi nei confronti del dollaro (FIG. 3.7), fino a raggiungere a giugno il minimo dell'anno, vicino al suo picco storico di 0,8252 del 26 ottobre 2000; successivamente vi è stata comunque qualche ripresa (al 15 giugno 2001 il dollaro quotava 0,8662 euro). In assenza di un intervento concertato con le altre banche centrali in difesa dell'euro (che nel frattempo si era deprezzato anche rispetto allo yen), la Banca Centrale Europea è di tanto in tanto intervenuta direttamente sul mercato per innestare delle controtendenze volte a rendere più rischiosa la speculazione al ribasso (v. anche *Osservatorio Monetario*, 1/2001, p. 43) e per cercare di modificare le aspettative degli operatori. Sebbene il cambio non sia infatti un obiettivo della Banca Centrale, esso rimane pur sempre un importante indicatore inflazionistico incluso nel secondo pilastro. E questo è rilevante soprattutto perché i periodi di indebolimento dell'euro hanno spesso coinciso con i periodi di aumento del prezzo del petrolio (FIG. 3.7).

**FIG. 3.7 – Cambio dollaro/euro e quotazione in dollari del petrolio**  
(dati giornalieri; periodo 1 gennaio 1999 – 4 giugno 2001)



**Fonte:** Datastream

Nel breve periodo il problema del cambio è comunque un problema complesso, di soluzione molto più difficile che nel passato, dato il ruolo svolto dalle aspettative e dai movimenti di capitale, di cui nel capitolo 1 del presente Rapporto sono già state presentate alcune spiegazioni alternative.

La tradizionale relazione di equilibrio tra rendimenti interni ed esteri, nota anche come “della parità scoperta”, afferma infatti che:

$$R_{\text{EURO}} + E[S]/S - 1 = R_{\text{USA}} - \text{premio al rischio dell'investimento estero}$$

dove

$R_{\text{EURO}}$  è il rendimento effettivo e/o atteso dell'attività in euro,

$E[S]$  è il valore futuro atteso del cambio del dollaro,

$S$  è il valore corrente del cambio del dollaro,

$E[S]/S$  indica l'apprezzamento atteso dell'euro,

$R_{\text{USA}}$  è il corrispondente rendimento effettivo e/o atteso dell'attività in dollari.

Questa relazione, che teoricamente dovrebbe valere solo in una situazione di equilibrio, in un regime di perfetta mobilità di capitali normalmente costituisce sempre una buona approssimazione della realtà. In caso contrario, infatti, gli elevati movimenti di capitale indotti dal differenziale tra i rendimenti interni ed esteri provocherebbero massicci flussi di valuta, incompatibili con l'attuale regime dei cambi.

Da questa relazione si ricava anche che:

$$S = E[S] / (1 - R_{\text{EURO}} + R_{\text{USA}} - \text{premio al rischio})$$

(+)            (+)            (-)            (+)

dove i segni rappresentano l'effetto che le diverse variabili hanno sulla forza dell'euro.

E' subito evidente l'assoluta rilevanza che le aspettative sul cambio hanno nel determinare l'andamento della corrispondente quotazione a pronti (*spot*). Il legame di proporzionalità fra le due variabili suggerisce che qualora nel breve periodo le aspettative sull'euro non siano buone - e/o se gli operatori ritengono, a torto o a ragione, che il mercato nel suo complesso non abbia fiducia nella nostra moneta - una significativa ripresa dell'euro è difficile. Qualche influenza positiva



possono averla eventuali interventi diretti della banca centrale che fanno crescere il premio al rischio e/o rendono meno pessimisti i mercati.

Per quanto riguarda invece i tassi, l'unica variabile potenzialmente manovrabile è il rendimento interno  $R_{EURO}$ , il quale è comunque rilevante solo se si riferisce a una componente importante dei movimenti di capitale e se è influenzato dalla manovre dei tassi ufficiali. Come già sottolineato nello scorso numero dell'*Osservatorio Monetario*, però, nel breve periodo la BCE controlla solo i tassi a breve che, a differenza che negli anni '80, sono diventati poco rilevanti per le scelte di portafoglio.

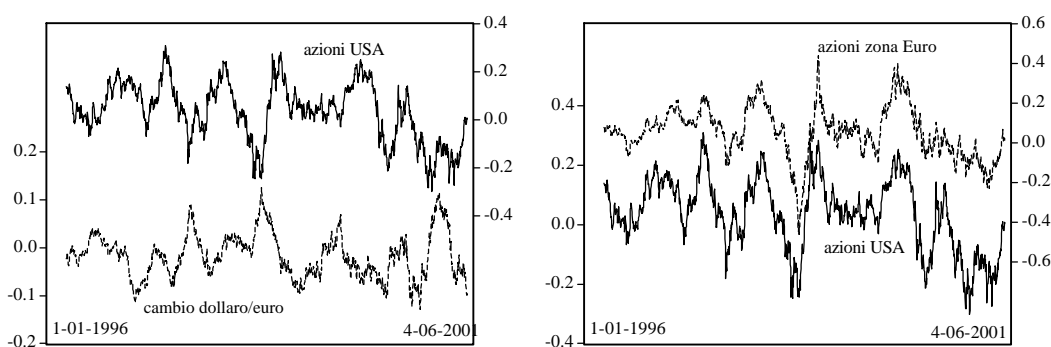
Un'implicazione di tutto ciò emerge chiaramente dalla FIG. 3.8, che si riferisce al periodo aprile 1996 - maggio 2001 e che pone in relazione le variazioni degli indici di borsa e del cambio dollaro/euro. Poiché un'importante componente estera del portafoglio finanziario degli investitori europei è rappresentata dalle azioni americane, il diffondersi di aspettative favorevoli sull'economia USA ha determinato, nel periodo considerato, un aumento della domanda di azioni che ne hanno fatto salire l'indice di borsa ( $R_{USA}$  alto). L'acquisto netto di azioni da parte degli Europei ha provocato un aumento della domanda di valuta americana che ha portato a un indebolimento dell'euro (i due grafici sono speculari). Il contemporaneo incremento dell'indice di borsa europeo, indotto dalle buone informazioni sulla borsa USA, non è sufficiente per compensare l'attrazione per gli investimenti americani.

Se ne deduce che, almeno nel breve periodo, l'andamento del cambio dipende molto più da quanto accade negli USA che dalla politica dei tassi della BCE. La manovra dei tassi a breve di quest'ultima può avere qualche effetto solo e nei limiti in cui è in grado di influenzare le aspettative sul rendimento delle principali forme di investimento dell'area Euro.

A conclusioni analoghe con quelle più sopra presentate arrivano alcune analisi di medio-lungo periodo, anche recenti, sul cambio e la politica dei tassi. L'ipotesi base è che la debolezza dell'euro nei confronti del dollaro sia dovuta alla diversa crescita della produttività nelle due zone geografiche, la quale si riflette sui differenziali di crescita economica (tra il 1995 e il 2000 la produttività è cresciuta in media del 2,5% annuo negli USA, dell'1% in Europa). Nella zona a crescita più elevata c'è maggior investimento in nuove tecnologie, con un incremento permanente della produttività dei fattori e del rendimento del capitale

(azioni e investimenti diretti). Ne deriva un'elevata domanda estera per la sua valuta e un apprezzamento del cambio. La conseguenza è che, a parità di condizioni, una politica di tassi alti nella zona Euro, penalizzando la crescita economica, potrebbe avere effetti negativi sul cambio e, tramite il conseguente aumento del costo delle importazioni, sull'inflazione.

**FIG. 3.8 – Variazioni trimestrali del cambio dollaro/euro e delle quotazioni azionarie** (dati giornalieri; periodo 1 gennaio 1996 – 4 giugno 2001; valori normalizzati; per gli Stati Uniti, fino al 1998 Dow-Jones, poi Nasdaq)



**Fonte:** Datastream

### 3.6 Le banche italiane: impieghi, raccolta e risultati economici

Nel corso del primo quadrimestre del 2001 è proseguita la crescita degli impieghi - in particolare quelli a breve termine - a cui si è contrapposta un'ulteriore contrazione del portafoglio titoli di proprietà. La qualità del portafoglio prestiti non ha peraltro risentito della loro forte espansione, grazie anche al ricorso a operazioni di *securitization* che spesso hanno avuto ad oggetto i cosiddetti *bad loans*. Per contro la raccolta ha continuato a far registrare tassi di crescita piuttosto bassi, anche se componenti quali i pronti contro termine sono cresciuti a ritmi molto sostenuti.

Gli effetti positivi di tali dinamiche sono ben sintetizzati dai dati di conto economico relativi al 2000, che indicano il raggiungimento di elevati livelli di

redditività e di un progressivo miglioramento del grado di efficienza delle banche italiane.

*Gli impieghi.* Nei primi quattro mesi dell'anno gli impieghi del sistema bancario sono aumentati a tassi ancora molto sostenuti (+11% ad aprile) sebbene non siano stati raggiunti i massimi tassi di crescita rilevati in settembre e ottobre (rispettivamente +12,3% e +12,9%). La componente più dinamica è risultata ancora quella relativa ai prestiti a breve termine, cresciuta in aprile più del 16% (TAB. 3.8). Le cause di questo andamento sono da ricercare nella domanda di credito da parte delle imprese che permangono le principali utilizzatrici di credito a breve, ancorché si registrino segnali di un tendenziale aumento anche del credito al consumo. Più contenuta si è rivelata invece la crescita del credito a medio-lungo termine (+9,6% ad aprile), in parte a causa di una minore domanda da parte delle famiglie per investimenti di natura immobiliare e in parte a causa della preferenza delle imprese per forme tecniche a breve termine.

**TAB. 3.8 - Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane**

		Impieghi				Portafoglio titoli	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato e obbligaz.	Azioni e Partecipaz.
			Totali	a breve	a m/l		
2000	Gen	9,5	10,9	8,5	13,4	-14,6	15,4
	Apr	11,6	13,4	13,9	13,0	-12,6	20,9
	Lug	10,8	12,7	13,9	11,5	-17,7	9,0
	Ott	12,9	15,0	20,2	10,3	-20,8	7,8
2001	Gen	11,2	13,5	16,5	10,6	-17,6	3,0
	Feb	10,3	12,6	15,6	9,6	-16,3	1,6
	Mar	11,1	13,3	17,1	9,6	-15,7	-6,1
	Apr	10,7	12,9	16,4	9,6	-	-

**Fonte:** Banca d'Italia: Supplementi al Bollettino Statistico.

Il consistente livello dell'indebitamento a breve termine delle imprese rimane una delle peculiarità del sistema economico italiano ed è proprio questo fenomeno che differenzia la struttura per scadenze del portafoglio prestiti delle banche italiane rispetto alle omologhe europee, per le quali il peso delle forme tecniche a medio lungo termine è pari quasi al doppio di quelle italiane. L'ingente ricorso all'indebitamento di breve scadenza non è facilmente spiegabile e solo in

parte esso è riconducibile alla crescita degli aggregati di produzione dell'economia italiana. Come viene suggerito anche nel successivo capitolo 4 - a cui si rimanda per un approfondimento sull'andamento degli impieghi nel periodo 1997-2001 - esso è infatti motivato in parte anche da operazioni straordinarie nel settore delle comunicazioni che, per loro natura, sembrerebbero dovere essere più opportunamente finanziate con risorse a prorata scadenza; in questo senso la crescita del credito a breve potrebbe rappresentare un fattore di criticità per le banche.

*Gli impieghi: analisi per branche.* Qualche ulteriore informazione sull'andamento congiunturale degli impieghi può essere ricavata dall'esame dei flussi trimestrali suddivisi per branche di attività economica. La TAB 3.9 riporta la composizione percentuale dei flussi trimestrali per branche e il totale dei flussi in miliardi di lire.

Nel primo trimestre del 2001 il flusso degli impieghi a livello globale (20.426 miliardi) si presenta in significativo aumento rispetto ai flussi del primo trimestre 2000 (12.909 miliardi), a sua volta in aumento rispetto al primo trimestre 1999 (-4.694 miliardi). Gli elementi più rilevanti di differenza sono costituiti dalla fortissima crescita nei settori dei prodotti energetici e dei servizi delle comunicazioni. L'andamento degli impieghi, nelle diverse branche, si presenta tuttavia - come forse ci si poteva aspettare - molto discontinuo nel tempo, influenzato da fattori di finanza straordinaria e non facilmente riconducibile a fattori fondamentali.

**TAB. 3.9 - Impieghi (lordo sofferenze) per branche di attività economica - Residenti Italia** (flussi trimestrali composizione percentuale e miliardi di lire; società e quasi società non finanziarie)

	1998	1999				2000				2001
	Dic	Mar	Giu	Set	Dic	Mar	Giu	Set	Dic	Mar
Prod. agricoltura, silv. e pesca	4,13	3,26	-1,06	-0,93	2,78	-0,30	-0,49	-1,20	4,63	-3,74
Prod. energetici	-5,34	39,39	3,36	15,97	7,99	-2,40	21,15	-0,27	11,85	46,26
Minerali ferrosi e non ferrosi	0,67	7,31	1,42	17,76	3,60	2,97	1,38	0,12	3,30	1,50
Minerali e prod. a base di minerali non metallo	-0,71	5,33	2,40	9,35	1,25	7,34	2,30	-1,83	1,30	0,94
Prod. chimici	0,58	-5,16	2,93	3,33	0,23	12,12	1,70	-0,13	1,31	1,62
Prod. in metallo (esclusi macch. e mezzi di trasp.)	4,82	9,33	2,90	13,11	7,08	8,07	1,10	-0,16	6,16	-1,19
Macchine agr. e industr.	3,51	-19,83	4,83	3,69	4,61	-5,33	3,80	0,56	3,27	0,70
Macchine per ufficio	2,60	-9,37	13,37	47,50	4,26	2,98	-2,59	0,64	5,12	-10,16
elaboratori dati ottica										
Materiali e forniture elettriche	1,46	6,69	2,47	22,99	-0,17	-0,62	5,91	0,00	3,02	5,20
Mezzi trasporto	2,90	10,40	0,42	8,61	1,95	2,55	1,19	0,46	4,65	-1,23
Prod. alimentari, bevande e tabacco	10,94	48,21	1,62	-23,99	8,11	-3,94	0,14	1,74	7,14	-0,60
Prod. tessili, calz. e abbigliamento	0,87	13,14	3,00	4,08	0,93	5,58	4,93	4,76	0,43	3,78
Carta e prod. per la stampa	0,40	-19,22	3,57	0,57	2,41	-2,43	6,18	-4,26	7,79	-3,13
Prod. gomma e plastica	2,24	5,62	2,37	10,28	1,89	2,74	2,10	-0,41	2,28	0,15
Altri prod. industriali	3,52	1,02	2,28	-9,40	3,43	3,27	1,72	2,09	3,00	-0,38
Edilizia e opere pubbliche	3,30	-2,22	3,02	-7,43	-4,63	12,63	2,40	4,58	-1,48	11,16
Servizi del commercio	13,98	-34,53	8,00	-20,09	19,28	21,02	6,60	4,87	12,00	4,81
Alberghi e pubblici esercizi	4,18	-20,58	3,06	9,65	5,52	9,33	2,28	-1,24	4,33	4,15
Servizi dei trasporti interni	2,21	58,52	4,67	-14,04	1,97	-1,30	3,62	17,40	-10,35	-2,08
Servizi dei trasporti marittimi e aerei	1,62	-13,80	2,49	0,75	1,05	13,42	1,01	1,16	0,33	2,65
Servizi connessi ai trasporti	2,09	-4,54	4,88	6,46	2,24	-2,70	0,35	0,75	2,86	-1,78
Servizi delle comunicazioni	10,97	35,56	6,39	-34,54	1,25	-9,81	-4,39	52,42	-0,82	26,21
Altri servizi destinabili alla vendita	29,04	-14,53	21,63	36,24	22,99	24,75	37,62	17,97	27,85	15,15
<b>Totale</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>Totale</b> (in miliardi di lire)	30.431	-4.694	23.108	-4.415	28.591	12.909	31.695	31.129	31.536	20.426

**Fonte:** Banca d'Italia, Supplemento Boll. Statistico, Tav. TDUE0110

*Le sofferenze.* Secondo i dati disponibili nel quadrimestre non si è registrato peraltro alcun peggioramento del livello di rischio del portafoglio prestiti; la crescita degli impieghi vivi è più sostenuta di quella dell'aggregato che comprende anche le sofferenze confermando il contenimento dei crediti problematici. In realtà un sostanzioso contributo al contenimento dell'incidenza delle sofferenze sul portafoglio prestiti è giunto dalle numerose operazioni di *securitization* effettuate anche di recente da talune grandi banche italiane. Anche i dati relativi ai flussi di nuove sofferenze non sembrano peraltro destare allarme riguardo alla qualità degli impieghi. L'esperienza della prima metà degli anni novanta - quando si parlò di "emergenza sofferenze" - indica tuttavia che esiste un significativo *lag* temporale tra l'andamento del credito e quello delle sofferenze.

*La raccolta.* La crescita della raccolta diretta (depositi più obbligazioni) è ulteriormente rallentata nel corso del primo quadrimestre del 2001 (TAB. 3.10). Dopo avere raggiunto tassi di variazione pari al 6% in concomitanza con la chiusura dell'esercizio, si è mantenuta su livelli piuttosto bassi (3% ad aprile). Il crescente disallineamento tra l'andamento della raccolta e quello degli impieghi ha quindi determinato un innalzamento dell'indice di trasformazione creditizia (totale impieghi/raccolta da residenti) che nell'anno che va da aprile 2000 ad aprile 2001 è passato da 0,97 a 1,04, evidenziando la necessità per le banche italiane di adottare più incisive politiche di ampliamento del passivo e di smobilizzo dell'attivo, ad esempio mediante operazioni di cartolarizzazione.

Nell'ambito della raccolta l'elemento di maggiore risalto è rappresentato comunque dalla brusca frenata dei depositi in *c/c* che ad aprile presentano un tasso di variazione negativo (-0,2%) e che invece per buona parte del 2000 avevano costituito la componente più dinamica, raggiungendo tassi di variazione pari al 12% (marzo-aprile 2000). Tutto ciò avviene peraltro in un periodo in cui le banche spesso utilizzano il *c/c* come strumento per allacciare nuove relazioni e ottenere effetti di *cross-selling*: è questo il caso dei *c/c* ad alto rendimento abbinati a servizi di *trading on-line* recentemente offerti anche da banche estere, così come dei *c/c* "in scatola" a cui sono associati anche servizi accessori, nonché dei *c/c on-line*. La mancata crescita dei volumi detenuti sui *c/c* è indice di una sempre più attenta gestione della liquidità da parte della clientela depositante che utilizza il *c/c* bancario quasi esclusivamente come uno strumento attraverso il quale

accedere ad altri servizi a maggiore valore aggiunto. Questo fenomeno ha riflessi positivi sulla redditività delle banche attraverso l'aumento delle commissioni da servizi, anche se ad esso si associa una maggiore onerosità della raccolta. Come già accennato, le componenti che forniscono un crescente contributo alla raccolta complessiva sono le obbligazioni bancarie che hanno quasi eguagliato in valore assoluto i depositi in c/c, i pronti contro termine (+36% ad aprile) e la raccolta dall'estero, ottenuta perlopiù mediante l'emissione di Eurobonds. Si tratta, a ben vedere, di fondi che vengono raccolti mediante il ricorso a strumenti di mercato o che comunque tendono sempre più a essere regolati a condizioni di mercato. La maggiore onerosità della raccolta via obbligazioni non viene peraltro evidenziata dai tradizionali indicatori quali lo *spread* tra tassi bancari o il *mark-down*, che riflettono i costi di queste tre fonti di risorse. Va peraltro ricordato che, seppure più onerosi, i fondi raccolti tramite obbligazioni sia nel mercato nazionale sia in quelli esteri o internazionali hanno generalmente scadenza protratta e questo assume una specifica valenza in un'ottica di *asset and liability management*, cioè di contenimento del rischio di tasso di interesse e di liquidità.

**TAB. 3.10 - Tassi di variazione annua delle principali voci del passivo e raccolta indiretta delle banche italiane**

	Depositi					Totale Obblig.	Raccolta Diretta	Raccolta Indiretta* (Titoli in dep.)	
	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	9,0	3,8	0,7	12,9
apr	4,5	12,1	-16,0	-1,7	-2,9	10,8	6,5	-2,3	13,5
lug	4,8	8,3	-13,3	-3,6	18,5	9,5	6,3	-2,0	4,8
ott	4,1	7,1	-16,0	-7,2	26,3	10,6	6,2	0,4	6,6
2001 gen	0,3	0,0	-18,8	-8,3	38,7	10,6	3,6	4,3	-3,7
feb	0,4	0,4	-17,6	-7,8	32,6	10,5	3,7	7,2	-6,5
mar	1,5	0,9	-19,7	-7,1	42,6	9,9	4,3	7,0	-8,6
apr	0,1	-0,2	-20,5	-6,7	35,6	10,0	3,3	-	-

**Fonte:** Banca d'Italia: Supplementi al Bollettino Statistico.

\* La Raccolta Diretta è contabilizzata a valori nominali ad eccezione di quella Gestita che è ai valori di mercato

La raccolta indiretta mostra segnali di ripresa (a marzo +7%) imputabili principalmente al risparmio amministrato; la componente del risparmio gestito continua infatti a far registrare una sensibile riduzione dei fondi (-9% a marzo) che solo in parte può essere imputata alla diminuzione dei corsi azionari. Come già indicato nel precedente numero di Osservatorio, a causa delle performance negative dei mercati dei capitali gli investitori hanno proceduto a smobilizzare una quota consistente dei risparmi investiti in gestioni patrimoniali e ancor di più in gestioni di fondi nonchè in quote di fondi comuni e a re-indirizzarsi verso titoli di Stato e obbligazionari. Per certi aspetti, il brusco abbandono dei prodotti di risparmio gestito da parte della clientela bancaria è stato causato anche da errori commessi nell'offerta di questi strumenti da parte delle banche che hanno privilegiato obiettivi commerciali di natura quantitativa talvolta a discapito delle effettive esigenze e del profilo di rischio della clientela.

*Il portafoglio titoli.* L'ampliamento del portafoglio prestiti è stato in parte finanziato mediante l'ulteriore smobilizzo del portafoglio titoli e in particolare dei titoli di Stato (-16% a marzo) (TAB. 3.8). Gli altri titoli - prevalentemente azioni e obbligazioni corporate - a marzo hanno evidenziato una contrazione (-6,1%) dopo che nei mesi precedenti erano cresciuti a tassi molto contenuti: ciò è da imputarsi allo sfavorevole andamento dei mercati azionari che li ha resi meno appetibili e comunque ne ha ridotto il valore espresso in bilancio.

*I risultati di conto economico.* I dati recentemente pubblicati nella Relazione Annuale della Banca d'Italia indicano con chiarezza che nel 2000 le banche italiane hanno conseguito livelli di redditività particolarmente soddisfacenti. Il ROE netto a livello di sistema è pari a 11,6% ed assume valori ancora più consistenti (13%) se si circoscrive l'analisi alle banche maggiori (TAB. 3.11).

L'analisi delle diverse componenti evidenzia che la cosiddetta gestione denaro, il cui contributo è espresso dal margine di interesse, continua a rappresentare la principale fonte di reddito. Il suo andamento positivo è spiegato principalmente dalla sostenuta crescita dei volumi di credito erogati: nel corso del 2000 si è osservata una variazione media degli impieghi pari a 11%, che si contrappone a valori pari a 9% e a 6% rispettivamente nel 1999 e nel 1998. Dall'altro lato, l'andamento dei tassi praticati dalle banche ha consentito un



innalzamento dello spread che, con riferimento all'attività di intermediazione creditizia a breve termine, è passato da 4% a 4,7%, riportandosi così sui livelli registrati nella prima metà del 1998.

Consistente è stato anche il contributo offerto dall'erogazione di servizi: il rapporto tra margine di intermediazione e margine di interesse è infatti aumentato da 1,83 a 1,92. Come indicato in due approfondimenti specificamente dedicati alla diversificazione dei ricavi delle banche e ai ricavi da servizi, accolti nei numeri 1/2000 e 3/2000 dell'Osservatorio, sono soprattutto i ricavi derivanti da attività connesse alla gestione del risparmio a fornire il più significativo apporto alla redditività delle banche italiane. Soprattutto nella prima metà del 2000 le banche hanno infatti svolto un ruolo primario nel processo di riconversione dei portafogli di attività finanziarie delle famiglie, che, come noto, hanno visto crescere significativamente la quota di fondi comuni e di gestioni patrimoniali.

**TAB. 3.11 - Risultati di conti economico delle banche italiane**  
(in percentuale dei fondi intermediati)

	1999	2000
Margine di Interesse	1,95	1,92
Altri Ricavi Netti	1,60	1,76
Margine di Intermediazione	3,55	3,86
Costi Operativi	2,15	2,05
Risultato di Gestione	1,40	1,63
Utile Lordo	1,01	1,27
Utile Netto	0,61	0,79
<i>ROE (al netto delle imposte)</i>	9,7	11,6

**Fonte:** Banca d'Italia, Relazione Annuale anno 2000.

Sul versante dei costi si osserva un miglioramento dei profili di efficienza e produttività, così come indicato dal contenuto aumento dei costi operativi e dalla diminuzione del rapporto tra costo del personale e margine di intermediazione. Accanto a ciò, la migliorata qualità del portafoglio prestiti ha consentito di contenere le svalutazioni e gli accantonamenti a fronte di impieghi di dubbia esigibilità. Le rettifiche sui crediti in percentuale dei fondi intermediati sono diminuite da 0,44 del 1999 a 0,35.

I primi dati diffusi dalle banche sui risultati conseguiti nel primo trimestre del 2001 indicano il permanere del margine di interesse sugli elevati livelli del

2000, mentre suggeriscono un certo rallentamento per quanto riguarda le commissioni da servizi, principalmente a causa della contrazione della componente relativa alla raccolta indiretta gestita.

### **3.7 Le banche italiane: tassi attivi e passivi**

*Tassi attivi.* Dopo il picco di 6,90%, toccato a novembre dello scorso anno, nel primo quadrimestre del 2001 i rendimenti sulle consistenze del credito bancario hanno imboccato un sentiero moderatamente discendente. A fine aprile, il tasso medio a breve termine accusava una flessione di 17 punti base a 6,72%, rispetto al dato rilevato a dicembre, mentre quello relativo alla componente a più lunga scadenza (6,48%) fletteva di 5 punti base. Più in generale, a partire dall'inizio dell'anno i tassi attivi, riferiti alle consistenze sia di breve che di medio-lunga scadenza, hanno mantenuto un profilo allineato alle indicazioni provenienti dall'andamento dei tassi di mercato e alle attese di un orientamento moderatamente espansivo della politica monetaria.

Nello stesso periodo, i tassi applicati alle nuove erogazioni a medio e lungo termine evidenziano una risalita rispetto ai valori di fine anno: a fine aprile il tasso sui nuovi crediti a medio-lungo termine alle imprese si attesta al 5,92% (+13 punti base su dicembre), mentre il tasso applicato alle famiglie sale al 6,88%, con un incremento di 37 punti base. La più sostenuta crescita dell'onerosità del nuovo credito concesso alle famiglie - indotta, come si evidenzierà nel seguito, dalla dinamica del *pricing* delle banche più grandi - riporta il differenziale con il tasso alle imprese su valori prossimi ai 100 punti base.

La dinamica ascendente dei tassi sui nuovi flussi di finanziamenti a medio e lungo termine al settore privato, osservata in particolare nei mesi di marzo ed aprile, sembra riconducibile al progressivo aumento dell'inclinazione della parte a lunga della curva dei rendimenti in conseguenza di aspettative di ripresa dell'attività economica e di rinnovate tensioni inflazionistiche nell'area dell'euro. Tuttavia, tra i fattori esplicativi del fenomeno, potrebbero essere inseriti il permanere della domanda su livelli sostenuti e l'applicazione di prezzi più elevati ai prenditori più rischiosi, conseguenza del costante miglioramento delle tecniche di valutazione del merito di credito da parte delle banche.

Infine, dall'analisi del recente andamento dei tassi attivi per profilo dimensionale dell'erogatore (fonte: ABI, *Flusso di ritorno di sintesi dei dati decadali*, maggio 2001), si rilevano, nel primo quadrimestre del 2001, andamenti differenziati tra le banche di dimensioni maggiori e quelle più piccole. Le prime mostrano, rispetto alla fine dell'anno scorso, una struttura di tassi attivi sostanzialmente invariata su tutte le scadenze, con la sola eccezione data dalla crescita di oltre mezzo punto del tasso applicato alle erogazioni a medio/lungo al segmento famiglie.

*Tassi passivi.* Nel primo quadrimestre dell'anno, alla flessione osservata per i tassi attivi a breve si contrappone una sostanziale stabilità dei tassi sui depositi di pari durata. In particolare, il tasso medio corrisposto sui conti correnti rimane, salvo marginali fluttuazioni, fisso sul 2,08%. A partire dall'inizio del 2001, si osserva inoltre, dopo molti mesi di crescita ininterrotta, la discesa di 6 punti base del tasso corrisposto all'ultimo decile della distribuzione dei depositi (tasso massimo), sintomo dell'attuale scarso interesse (considerato il recente andamento dei corsi borsistici) dei cosiddetti "conti on-line" ad elevata remunerazione. Tuttavia, si deve sottolineare che il livello del tasso massimo sui depositi risulta, ad aprile, superiore al tasso, sia fisso che variabile, corrisposto in media sulle nuove emissioni obbligazionarie.

I tassi medi sulle nuove emissioni di obbligazioni a tasso fisso confermano il trend discendente in atto dallo scorso settembre, registrando una ulteriore riduzione di 46 punti base tra dicembre e aprile; non dissimile la dinamica per le obbligazioni a tasso variabile con una diminuzione di 48 centesimi. Tale andamento sembrerebbe indirettamente indicativo del crescente orientamento delle aziende di credito a finanziare gli impieghi a lunga scadenza con emissioni sull'euromercato (cfr. Banca d'Italia, *Supplemento al Bollettino Statistico*, 1 giugno 2001, Tav. 6), collocando presumibilmente le tradizionali obbligazioni, a costi allineati ai tassi di mercato di pari durata, alla clientela retail finanziariamente meno sofisticata.

*Gli spreads.* Il divergente andamento dei tassi attivi e di quelli passivi nel tratto a breve della curva dei tassi ha determinato, tra dicembre ed aprile, una leggera contrazione del loro differenziale, che passa da 4,70% a 4,55%.

Nello stesso periodo, lo spread a medio-lungo termine cresce di circa 10 punti base, attestandosi già nella media di gennaio sul livello di 1,66% rilevato in aprile. Si ricordi tuttavia che questo spread tende a sottostimare l'effettivo margine dell'attività di intermediazione creditizia a medio-lungo termine poiché non tiene conto del fatto che una parte delle attività a prorata scadenza è finanziata con passività a breve termine, meno onerose di quelle a lunga.

Dall'inizio dell'anno l'analogo profilo discendente dei tassi attivi a breve e di quelli di mercato con corrispondente durata, consolida il mark-up (tasso attivo a breve – euribor 3m) al di sopra dei 2 punti, confermando il trend di rafforzamento in atto da settembre dello scorso anno. Da tale data si è registrato un aumento di 25 centesimi, mentre limitatamente ai primi 4 mesi del 2001, detto indicatore si è mantenuto sostanzialmente stabile.

Prosegue invece il trend discendente del contributo della raccolta alla formazione del margine di interesse, misurato dal mark-down. In conseguenza della discesa del tasso di riferimento (Euribor a 3 mesi) e della parallela stabilità del tasso sui depositi, tale indicatore si attesta ad aprile su un valore medio di 2,53%, in discesa di oltre 40 punti base rispetto al picco di 2,96%, raggiunto nell'ottobre 2000.

FIG. 3.9 - SPREAD1 = Tasso medio attivo b/t - Tasso medio deposito

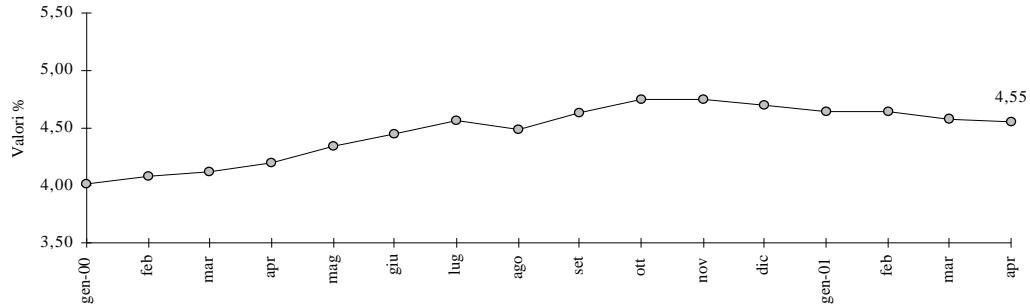


FIG. 3.10 - SPREAD2 = Tasso medio attivo m/l - Tasso medio obbligazioni

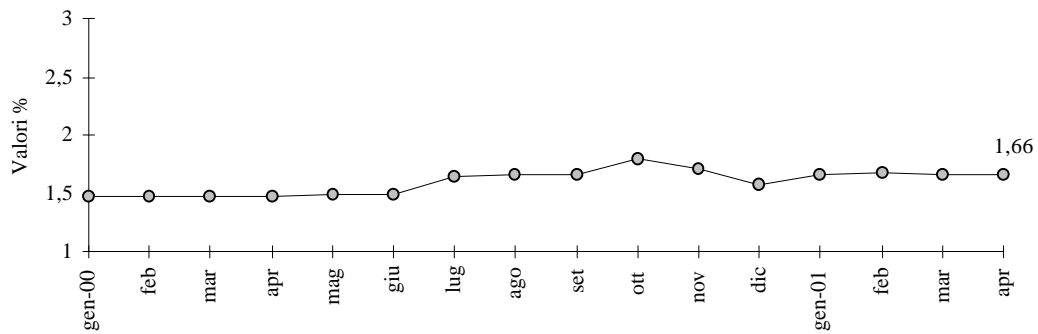


FIG. 3.11 - MARK UP = Tasso medio attivo b/t - EURIBOR

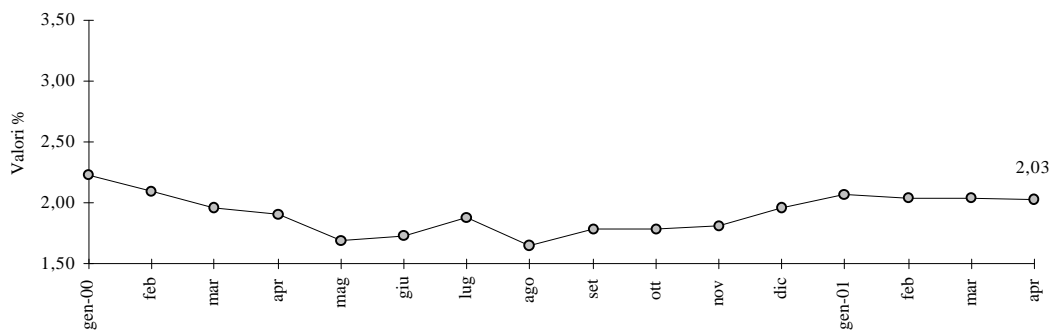
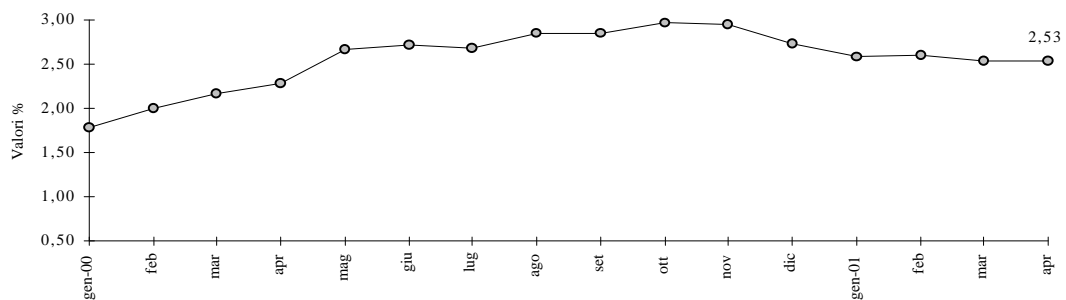


FIG. 3.12 - MARK DOWN = EURIBOR - Tasso medio depositi



### 3.8 Le previsioni dei tassi bancari

Come più richiamato nel precedente paragrafo, nel primo quadrimestre di quest'anno i tassi bancari, con l'eccezione dei CD di durata inferiore ai 6 mesi, sono scesi rispetto ai valori di dicembre. Questo andamento è sostanzialmente coerente con le nostre previsioni di gennaio (TAB. 3.12), anche se l'ipotesi, poi non confermata, di una riduzione del REPO già ad aprile, ha portato, per quel mese, a una sottovalutazione nei tassi passivi. Il tasso attivo risulta invece sempre sopravvalutato, anche se di poco: se questa caratteristica dovesse continuare nei prossimi mesi significherebbe che nel mercato degli impieghi è aumentata la concorrenza fra le banche, incentivata anche dal leggero rallentamento in atto della domanda di impieghi.

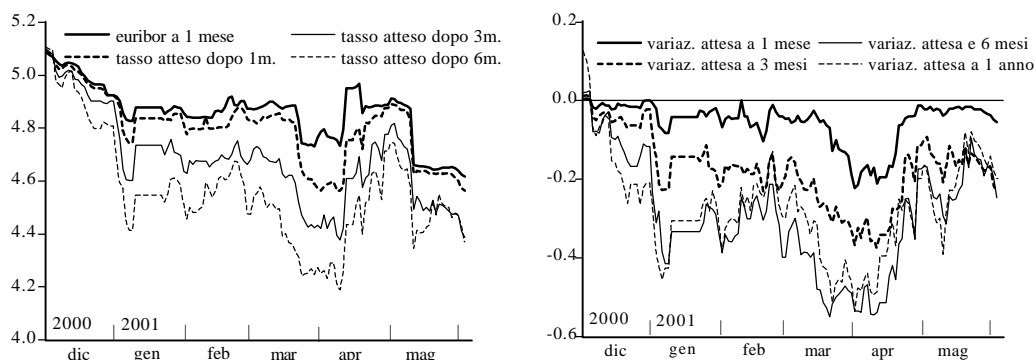
**TAB. 3.12 - Valori effettivi e nostre stime dei tassi bancari nel primo quadrimestre del 2001**

mese	Medio prestiti a breve		Medio depositi in c/c		Emissioni di CD a meno di 6 mesi		Emissioni di CD con durata tra 18 e 24 mesi		Emissioni obbligazioni a tasso fisso	
	effett.	stima	effett.	stima	effett.	stima	effett.	stima	effett.	stima
2000:01	<b>6,88</b>	-	<b>2,08</b>	-	<b>3,52</b>	-	<b>3,82</b>	-	<b>4,76</b>	-
2001:01	6,84	6,87	2,08	2,09	3,50	3,50	3,77	3,78	4,59	4,57
2001:02	6,80	6,84	2,05	2,10	3,50	3,49	3,69	3,69	4,36	4,22
2001:03	6,76	6,82	2,08	2,10	3,52	3,49	3,70	3,63	4,49	4,19
2001:04	6,72	6,77	2,08	2,03	3,55	3,42	3,74	3,54	4,30	4,20

**Fonte:** Banca d'Italia Comunicati Stampa e Osservatorio Monetario 1/2001

L'evoluzione dei tassi bancari è comunque molto condizionata da quella dei tassi di mercato a breve, i quali, a loro volta, sono particolarmente sensibili agli interventi (effettivi e/o attesi) della Banca Centrale. A questo proposito va ricordato che, come già osservato nel paragrafo 3.2, nel 2001 le decisioni della BCE non sono state sempre anticipate dal mercato, il quale ha anche significativamente mutato le sue aspettative sull'andamento dei tassi. In particolare (FIG. 3.13), mentre a marzo-aprile gli operatori si attendevano significativi abbassamenti dei rendimenti a 1 mese, ora le aspettative al ribasso sono più contenute, anche se gli attuali tassi impliciti mensili suggeriscono che permane tuttora l'attesa di almeno un'altra riduzione del REPO in corso d'anno.

**FIG. 3.13 - Euribor a 1 mese e tassi impliciti: l'evoluzione delle aspettative**  
(dati giornalieri, 1.12.2000 - 4.06.2001)

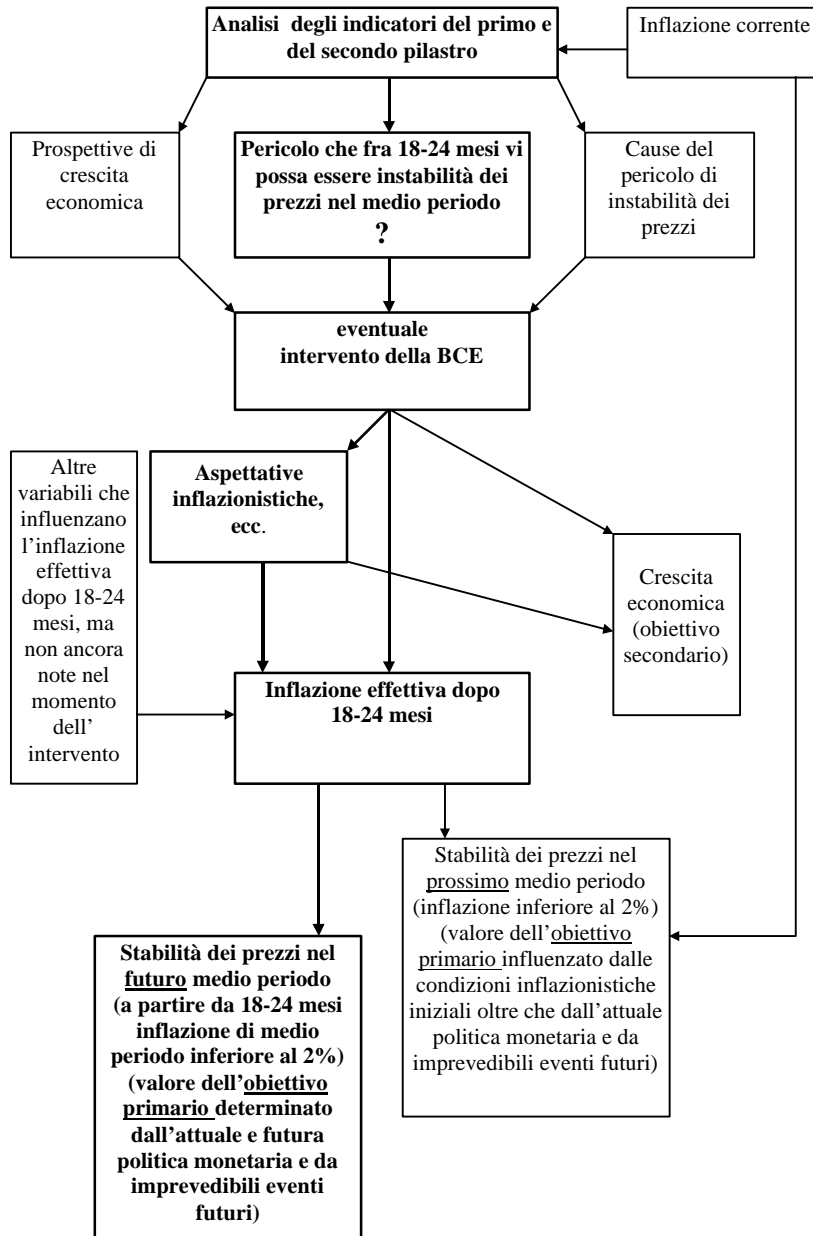


**Fonte:** nostre elaborazioni su dati Datastream

Ciò sembra peraltro abbastanza in linea con la recente politica della BCE e con quanto espresso in commenti ufficiali, oltre che con il parere di esperti e le stime di alcuni istituti di ricerca.

Premesso che la Banca Centrale Europea, dati i lunghi ritardi (18-24 mesi) che vanno dal momento dei suoi interventi al periodo della loro efficacia, deve agire *in anticipo* rispetto alle necessità economiche (FIG. 3.14), lo stesso Duisenberg (v. Duisenberg e Noyer, 21 giugno 2001) ha recentemente accettato l'appellativo di "attendista" ("*wait and see*") per definire l'attuale orientamento della politica monetaria. Anche se è probabile che l'inflazione corrente abbia ormai raggiunto il suo picco e le previsioni sul medio periodo sono abbastanza soddisfacenti, la BCE - sostiene il Presidente - deve continuare a rimanere vigile rispetto all'evoluzione monetaria, la crescita del PIL, lo sviluppo dei salari e l'andamento dei deficit pubblici. Questi fattori potrebbero costituire infatti una fonte di pericolo per la stabilità *futura* dei prezzi, sia direttamente, sia attraverso l'impatto che, in presenza di una politica troppo accomodante, questi fattori possono avere sulle aspettative di crescita dei prezzi. Tenendo presente che l'area Euro non sta comunque attraversando una recessione - la crescita del PIL è sostanzialmente in linea con sua la crescita potenziale -, la Banca Centrale ritiene di subordinare una nuova eventuale riduzione dei tassi al consolidarsi delle previsioni di rientro dell'inflazione nella sua fascia obiettivo.

**FIG. 3.14 - Lo schema della politica monetaria della BCE**



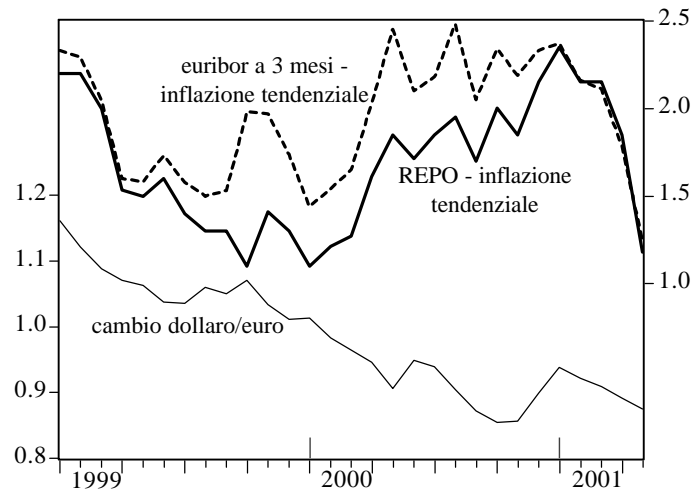
**Fonte:** nostra sintesi

Quest'atteggiamento prudentiale sembra comunque accettabile anche per la maggioranza degli esperti del *Committee on Economic and Monetary Affairs* del Parlamento europeo, come risulta dai loro testi del 28 maggio 2001 (v. sito internet [http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default\\_en.htm](http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm)).



Da alcune di queste analisi emerge, tra l'altro, che la relativamente bassa crescita economica europea sarebbe un problema più di offerta che di domanda e che, comunque, la recente discesa dei tassi *reali* e il deprezzamento dell'euro (FIG. 3.15) avrebbero *già di per sé* effetto espansivo, senza bisogno di introdurre riduzioni nei tassi di *policy* dell'ordine di quelle della Fed. Da queste analisi emerge anche la necessità di una maggiore chiarezza da parte della BCE e di un miglioramento della comunicazione tra Banca e mercati, come pure la necessità di una maggiore coerenza tra le affermazioni ufficiali e i successivi interventi.

**FIG. 3.15 - Tasso reale e cambio dollaro/euro**  
(dati medi mensili, 1.1999 -5.2001)



**Fonte:** Bollettino mensile della BCE

**Nota:** Cambio dollaro-euro scala di sinistra

Tenendo presenti: (1) le dichiarazioni ufficiali della BCE, (2) il valore del tasso implicito mensile per il periodo luglio-dicembre 2001, (3) le più recenti previsioni degli enti di ricerca e infine (4) il legame tra il livello dell'euribor a 1 mese e il REPO (FIG. 3.16), si sono calcolate le previsioni per l'euribor e il REPO da luglio a fine anno. Per quanto riguarda il tasso di mercato, le previsioni sono state costruite in base al tasso implicito diminuito di un importo via via crescente visto che alcuni istituti di previsione hanno dato stime inferiori, specialmente per la parte finale dell'anno. In base a queste previsioni è stata poi stimata la corrispondente dinamica del REPO. L'equazione utilizzata è:

$$\Delta[REPO] = -0.081 - 0.67*[REPO_{t-1} - EIM] - 0.22*DIC1999$$

dove

$\Delta[REPO]$  = variazione del tasso ufficiale,

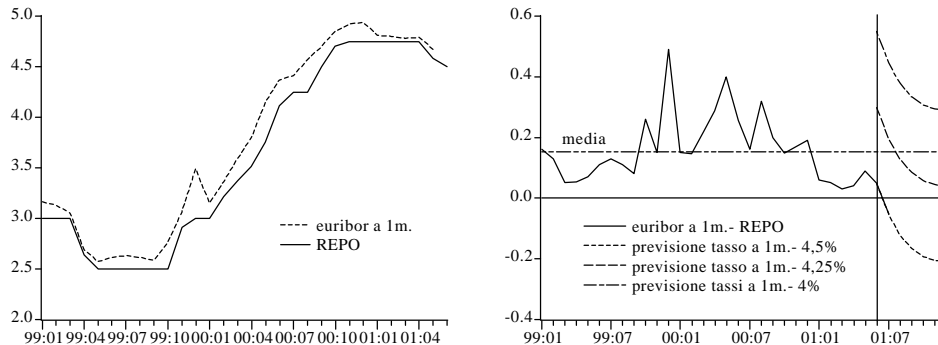
$EIM$  = euribor a 1mese,

$DIC1999$  = *dummy* per il dicembre 1999;

tutti i valori sono espressi come *medie* mensili.

Da questo risulterebbe quasi certa una riduzione del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale di almeno 0,25 punti, forse di 0,50. Nel caso in cui l'operazione avvenisse in due fasi, la prima potrebbe già avvenire alla fine di luglio anche se le date più probabili sono il 30 agosto (o il 27 settembre) per la prima riduzione, e eventualmente novembre-dicembre per la seconda.

**FIG. 3.16 - Euribor a 1 mese, REPO e loro differenziale**  
(dati mensili; periodo gennaio 1999-maggio 2001  
dal giugno 2001: tassi impliciti)



**Fonte:** nostre elaborazioni su dati BCE e il *Sole 24 Ore*.

Calcolando nello stesso modo le aspettative sull'euribor a 3, 6 e 12 mesi e il RendioB (a sua volta legato al rendimento degli IRS [*Interest rate swaps*] a 3-5 anni] si sono quindi determinate le previsioni dei tassi bancari per il periodo maggio-dicembre 2001 (TAB. 3.13): ne emerge uno scenario di tassi ancora moderatamente decrescenti.

Per quando riguarda il problema già sollevato nello scorso numero dell'*Osservatorio Monetario*, circa la *credibilità* delle stime, si è ritenuto di proporre - con le procedure statistiche comunemente conosciute sotto la

denominazione di "metodo di Montecarlo" - una valorizzazione degli intervalli di confidenza da applicare alle previsioni del tasso attivo medio e dell'euribor a tre mesi.

**TAB. 3.13 - Previsioni dei tassi bancari per i prossimi mesi.**  
(in neretto i valori già noti)

Mese	Euribor 3m. (media)	REPO (media mensile)	Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
2001:01	<b>4,77</b>	<b>4,75</b>	<b>5,37</b>	<b>6,84</b>	<b>2,08</b>	<b>3,50</b>	<b>3,77</b>	<b>4,59</b>
2001:02	<b>4,76</b>	<b>4,75</b>	<b>5,30</b>	<b>6,80</b>	<b>2,05</b>	<b>3,50</b>	<b>3,69</b>	<b>4,36</b>
2001:03	<b>4,71</b>	<b>4,75</b>	<b>5,28</b>	<b>6,76</b>	<b>2,08</b>	<b>3,52</b>	<b>3,70</b>	<b>4,49</b>
2001:04	<b>4,69</b>	<b>4,75</b>	<b>5,21</b>	<b>6,72</b>	<b>2,08</b>	<b>3,55</b>	<b>3,74</b>	<b>4,30</b>
2001:05	<b>4,64</b>	<b>4,50</b>	<b>5,35</b>	6,70	2,03	3,51	3,63	4,23
2001:06	4,48	<b>4,50</b>	5,25	6,68	1,99	3,47	3,56	4,14
2001:07	4,41	4,50	5,23	6,59	1,98	3,43	3,50	4,09
2001:08	4,34	4,50	5,22	6,51	1,98	3,42	3,46	4,07
2001:09	4,29	4,35	5,22	6,47	1,93	3,37	3,40	4,06
2001:10	4,25	4,25	5,21	6,42	1,88	3,33	3,34	4,05
2001:11	4,23	4,25	5,20	6,37	1,87	3,31	3,32	4,04
2001:12	4,20	4,00	5,21	6,30	1,83	3,24	3,27	4,04

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

Mediante il procedimento di aggiungere di volta in volta alle stime di ciascuna variabile un numero casuale "estratto" da una distribuzione con le stesse proprietà statistiche di quelle emerse dall'analisi econometrica, e sommando al risultato dell'equazione del tasso attivo un ulteriore numero casuale per tener conto dell'incertezza insita *anche* in quella stima, sono state eseguite 10.000 simulazioni che hanno consentito di calcolare gli intervalli di confidenza riportati nella FIG. 3.17.

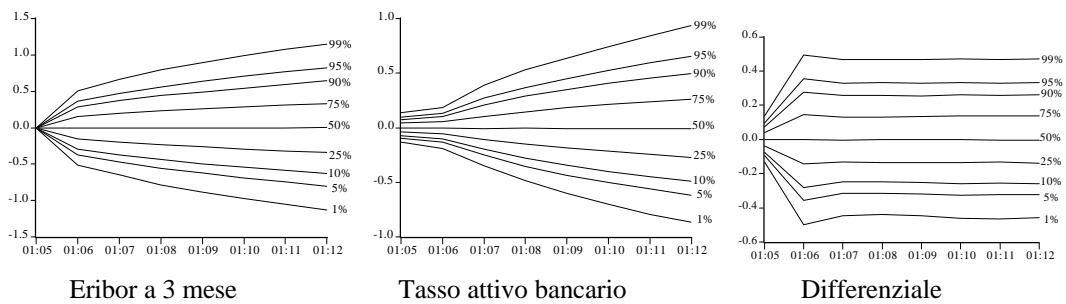
Ne emerge che, per esempio, per quanto riguarda il tasso attivo bancario, nel dicembre 2001 i valori corrispondenti all'1 e al 99% di probabilità sono vicini a -1 e +1 punti. Ciò significa che c'è solo l'1% di probabilità che a dicembre il tasso attivo scenda sotto i 5,30 punti (valore centrale = 6,30 meno 1 punto); che al 99% di probabilità il tasso attivo non supererà i 7,30 punti (ovvero che solo all'1% di probabilità supererà il 7,30%); che al 98% di probabilità sarà compreso tra 5,30 e 7,30 punti. Lo stesso calcolo si può fare per tutti gli altri intervalli di probabilità.

Com'era da aspettarsi, comunque, gli intervalli da aggiungere e sottrarre alle stime puntuali delle variabili sono abbastanza ampi a causa della difficoltà di

prevedere i tassi di mercato. Molto minore è peraltro l'errore del differenziale tra tasso attivo ed euribor a 3 mesi, il quale, inoltre, a differenza di quello delle singole componenti, varia solo marginalmente al variare del mese di riferimento.

Ampliando l'analisi a tutte le altre equazioni dei tassi bancari è possibile ricavare gli intervalli di confidenza di tutti i vari differenziali di tasso validi per il periodo desiderato di stima.

**FIG. 3.17 – Intervalli di confidenza delle stime dell'euribor a 3 mese, del tasso bancario attivo e del loro differenziale**  
(dati medi mensili, 5.2001 - 12.2001)



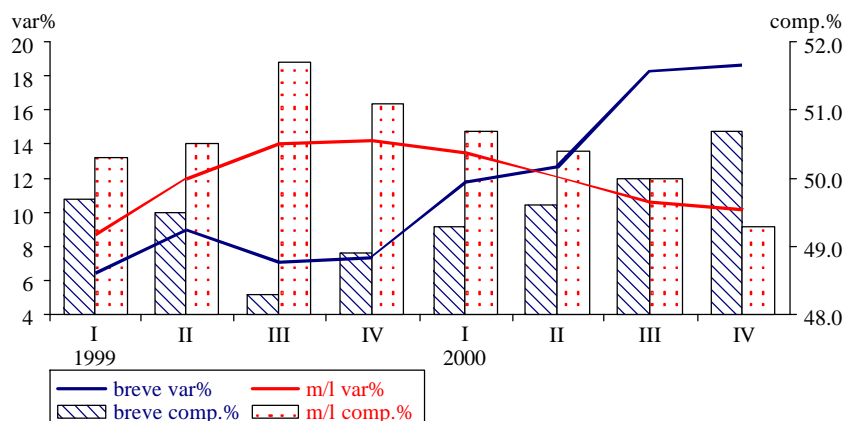
**Fonte:** Nostre simulazioni su dati BCE, Banca d'Italia e *Sole 24 Ore*.

#### 4. L'EVOLUZIONE DEGLI IMPIEGHI: UN APPROFONDIMENTO\*

A partire da giugno 1999 e con un'accelerazione che è proseguita per tutto il 2000 e anche nei primi mesi del 2001 (cfr. cap. 3), gli impieghi in Italia hanno presentato tassi di sviluppo significativi e crescenti, superiori a quelli registrati dal pil nominale. I tassi di crescita tendenziale degli impieghi sono risultati anche significativamente superiori a quelli fatti segnare nell'area Euro, pur su un trend analogo. Come si può osservare dalla FIG. 4.1, nel corso del 1999 la crescita degli impieghi risultava trainata dalla componente a medio-lungo termine e in particolare dalla domanda di finanziamenti da parte delle famiglie consumatrici. Nel periodo più recente la crescita degli impieghi è stata trainata dalla componente a breve termine e dalla domanda proveniente dalle imprese. Ciò indurrebbe a ricollegare l'evoluzione degli impieghi bancari a una ripresa dell'economia reale.

Pare interessante approfondire gli elementi che caratterizzano l'andamento degli impieghi nell'ultimo biennio, da un lato analizzandone in dettaglio l'andamento per forme tecniche, tipologie di prenditori, aree geografiche e dall'altro mettendo in relazione l'evoluzione degli impieghi con alcune informazioni sull'andamento delle grandezze macro-economiche.

**FIG. 4.1 - Impieghi a breve e m/l termine (var. % e composizioni %)**



\* A cura di A. Aleati e R. Locatelli.

**TAB. 4.1 - Prestiti delle IFM alle imprese non finanziarie  
in Italia e nell'area Euro (dati armonizzati UE)**

	Consistenze				Tassi annui di crescita			
	Totale mld euro	<1 anno % totale	1<...<5 % totale	>5 anni % totale	Totale	<1 anno	1<...<5 anni	>5 anni
<i>Italia (*)</i>								
1998 Dic	399,8	51,6	23,1	25,2				
1999 Dic	424,1	50,9	22,1	27,0	6,1	4,6	1,4	13,6
2000 Dic	480,6	52,4	20,5	27,2	13,3	16,7	4,8	14,0
2001 Mar	489,7	53,1	20,3	26,6	13,2	18,0	4,3	11,2
<i>Area Euro (**)</i>								
1998 Dic	2.286,8	35,6	13,8	50,6				
1999 Dic	2.427,5	35,4	15,4	49,2	6,2	5,6	17,9	3,3
2000 Dic	2.686,3	36,3	15,9	47,8	10,7	13,4	14,6	7,5

**Fonte:** (\*) Banca d'Italia, Suppl. Bollettino Statistico n. 22, Tav. 5

(\*\*) BCE Bollettino mensile, maggio 2001

Dalla TAB. 4.1 emerge la marcata accelerazione dei prestiti complessivi in Italia e nell'area Euro tra il 1999 ed il 2000. Sia in Italia che in Europa, viene ribadito il maggior dinamismo della componente a breve termine: i prestiti inferiori a un anno (con tassi di crescita più significativi per le banche italiane) hanno accelerato dal 4,6% al 16,7% e dal 5,6% al 13,4% nel 2000 rispettivamente in Italia ed in Europa. La stessa tendenza è stata confermata nel primo scorcio del 2001 per le banche italiane (i dati relativi alla zona Euro non sono ancora disponibili), con un incremento a marzo degli impieghi con durata inferiore a un anno nell'ordine del 18%. L'accelerazione della componente a breve termine dei prestiti è da ricollegarsi, in parte, alla fase congiunturale. In fase di ripresa, infatti, si accresce la domanda di credito a breve da parte delle imprese in conseguenza dell'aumentato fabbisogno di circolante. Inoltre, nella stessa direzione sembra abbiano agito anche operazioni di finanza straordinaria, quali le operazioni di fusione e acquisizione, l'acquisizione delle licenze UMTS da parte delle società di telecomunicazione, che soprattutto nell'autunno del 2000 sembra abbiano avuto un ruolo importante nei finanziamenti. In effetti, i prestiti alle imprese non finanziarie (in particolare con riferimento ai prestiti di durata inferiore all'anno) hanno registrato picchi di crescita a settembre/ottobre dello scorso anno. Peraltro, anche le tendenze evidenziate per

l'area Euro paiono confermare la natura congiunturale della accelerazione degli impieghi a breve.

Queste tendenze nel loro insieme agiscono nel senso di conservare le specificità nella composizione per scadenze degli attivi delle banche italiane rispetto alle banche europee. Infatti le consistenze degli impieghi a breve termine (con scadenza inferiore ad un anno) continuano a rappresentare più della metà del totale, con una tendenza alla crescita pressoché costante nel tempo. Gli impieghi con durata oltre 5 anni rappresentano invece una quota decisamente inferiore a quella che caratterizza l'insieme delle banche operanti nell'area Euro (nel 2000 27,2% contro 47,8%).

#### **4.1 L'andamento degli impieghi per controparti**

L'esame dell'andamento degli impieghi per controparti del settore privato conferma le modificazioni nelle determinanti della crescita degli impieghi e segnala che il trend è nella sostanza analogo a quello fatto registrare nell'area Euro. Nel corso del 1999 infatti la crescita degli impieghi alle famiglie consumatrici aveva agito da traino per l'evoluzione degli impieghi (TAB. 4.2), mostrando un tasso di crescita su base annua pari a 21,4%, più che doppio rispetto al tasso di crescita degli impieghi totali (+10,2%). Il tasso di crescita degli impieghi alle famiglie consumatrici era superiore a quello che ha caratterizzato l'area Euro.

Nel 2000 e nei primi mesi del 2001 si evidenziano andamenti decisamente differenti. Si segnala in primo luogo il significativo rallentamento dei prestiti alle famiglie consumatrici (+10,3% a marzo 2001) e anche alle famiglie produttrici (+2,7%). I tassi di variazione degli impieghi alle famiglie risultano in linea con l'evoluzione degli impieghi totali. Inoltre anche nell'area Euro i prestiti alle famiglie hanno rallentato la loro crescita (+7,7%), in controtendenza rispetto all'andamento del totale dei prestiti al settore privato (+10%).

È da segnalare nel corso del 2000 (e nei primi tre mesi del 2001) la ripresa degli impieghi alle imprese non finanziarie, che nel 2000 presenta lo stesso tasso di crescita del totale degli impieghi (rispettivamente +13,3% e +13,2%) e nel 2001 fa segnare un tasso di crescita (+13,2%) superiore a quello degli impieghi totali al settore privato. La quota degli impieghi alle imprese non finanziarie sul totale degli

impieghi mostra un andamento leggermente crescente, anche se rimane inferiore a quella registrata a dicembre 1998.

**TAB. 4.2 - Prestiti delle IFM\* ai privati in Italia e nell'area Euro**  
(consistenze in miliardi di euro, dati armonizzati UE)

	Totale	Altre Istit. finanz.	Assicur. e fondi pensioni	Imprese non finanz.	Famiglie		Istit. senza fini lucro
					cons.	prod.	
<i>Italia (*)</i>							
<i>valori assoluti</i>							
1998 Dic	690,6	96,2	3,7	399,8	129,9	55,1	5,9
1999 Dic	761,2	111,7	3,0	424,1	157,7	58,1	6,6
2000 Mar	781,8	112,5	5,6	432,7	163,9	59,2	8,0
2000 Dic	861,3	133,1	3,1	480,6	178,2	60,1	6,2
2001 Mar	874,5	134,8	2,9	489,7	180,7	60,8	5,6
<i>var. % tendenziali</i>							
1999 Dic	10,2	16,1	-18,9	6,1	21,4	5,4	11,9
2000 Mar	12,0	17,7	58,1	8,5	19,6	5,9	13,8
2000 Dic	13,2	19,2	3,3	13,3	13,0	3,4	-6,1
2001 Mar	11,9	19,8	-48,2	13,2	10,3	2,7	-29,6
<i>composizione %</i>							
1998 Dic	100,0	13,9	0,5	57,9	18,8	8,0	0,9
1999 Dic	100,0	14,7	0,4	55,7	20,7	7,6	0,9
2000 Dic	100,0	15,5	0,4	55,8	20,7	7,0	0,7
2001 Mar	100,0	15,4	0,3	56,0	20,7	7,0	0,6
<i>Area Euro (**)</i>							
1998 Dic	5.095,1	264,0	27,8	2.286,8	2.479,6		36,9
1999 Dic	5.536,7	315,7	29,4	2.427,5	2.726,7		37,4
2000 Dic	6.088,3	394,7	31,6	2.686,3	2.937,4		38,3
<i>var. % tendenziali</i>							
1999 Dic	8,7	19,6	5,8	6,2	10,0		1,4
2000 Dic	10,0	25,0	7,5	10,7	7,7		2,4
<i>composizione %</i>							
1998 Dic	100,0	5,2	0,5	44,9	48,7		0,7
1999 Dic	100,0	5,7	0,5	43,8	49,2		0,7
2000 Dic	100,0	6,5	0,5	44,1	48,2		0,6

**Fonte:** Banca d'Italia, Suppl. Bollettino Statistico n. 22, Tav. 5

**Note:** (\*) IFM = Istituzioni Finanziarie Monetarie; (\*\*) BCE, Boll. Mensile maggio '01, Tav. 2.5

Ancora più significativo, già a partire dal 1999, il tasso di crescita dei prestiti ad altre istituzioni finanziarie, costantemente superiore al tasso di variazione



dell'insieme degli impieghi. A marzo 2001 tale tasso era pari a +19,8%. L'incidenza degli impieghi a tale settore è non trascurabile (15,4% a marzo 2001) e superiore al dato relativo all'area Euro (6,5%). Trattandosi prevalentemente di istituzioni creditizie specializzate in determinate forme di credito, il dato può essere interpretato in termini di accelerazione del finanziamento alle imprese attraverso un circuito di doppia intermediazione. I dati sull'andamento degli impieghi delle società di leasing, di factoring e di credito al consumo confermano parzialmente questa interpretazione (TAB. 4.3). Mentre i tassi di crescita del credito al consumo mostrano un rallentamento nel 2000 (+14,9% rispetto a +18,8% nel 1999), quelli riferiti al credito alle imprese presentano, almeno per la componente leasing, una crescita significativa e superiore a quella registrata nel 1999. La crescita avviene a ritmi superiori (+17,3% per il factoring, +23,5% per il leasing) rispetto a quelli degli impieghi erogati alle imprese dalle banche.

**TAB. 4.3 - Credito al consumo, factoring e leasing in Italia**  
(variazioni % su dati di fine periodo)

	1998	1999	2000	2000 mln euro
<i>Credito al consumo</i>				
Totale crediti	12,5	18,8	14,9	37.112
- Società Finanziarie	21,9	25,9	14,2	16.947
- Banche	4,3	13,4	15,4	20.167
<i>Factoring</i>				
Totale crediti	7,9	19,9	17,1	33.696
- Società Finanziarie	7,7	19,5	17,3	31.267
- Banche	10,9	25,5	14,8	2.429
<i>Leasing</i>				
Totale crediti	17,1	22,8	23,2	46.558
- Società Finanziarie	15,3	22,0	23,5	37.218
- Banche	29,0	26,2	21,9	9.341

**Fonte:** Banca d'Italia, Relazione Annuale 2000, Tav.D13.

I differenziali nei tassi di variazione dei prestiti ai settori non sono comunque tali da modificarne nella sostanza la composizione. In particolare si deve osservare che l'incidenza dei prestiti alle famiglie consumatrici rimane più che doppia nell'area Euro (48,2% a dicembre 2000) rispetto all'Italia (20,7%). Ciò riflette da un lato la storicamente limitata propensione all'indebitamento delle famiglie italiane e dall'altro la altrettanto radicata dipendenza delle imprese italiane dal credito bancario.

La suddivisione degli impieghi per aree geografiche sulla base della localizzazione della clientela, pur evidenziando andamenti piuttosto disomogenei (TAB. 4.4), ribadisce la correlazione positiva tra andamento dei prestiti e attività produttiva, in quanto sono i prestiti alla clientela localizzata al Nord che hanno agito da traino per la crescita degli impieghi. Soprattutto quella localizzata al Nord Ovest ha fatto segnare un tasso di crescita significativo (+19,1%) e costantemente crescente a partire da settembre 1999. Nel corso del 2000 i finanziamenti alla clientela localizzata al Nord Est hanno mostrato tassi di crescita superiori al dato medio ma decrescenti (+18,2% a marzo 2000, +13,8% a dicembre 2000). In conseguenza di ciò la relativa quota sul totale è rimasta pressoché costante (intorno a 22%), mentre quella relativa ai residenti al nord ovest è cresciuta da 36,1% a marzo 1999 a 39,6% a dicembre 2000.

Si evidenzia, per contro, un rallentamento della crescita, cui corrisponde anche un ridimensionamento significativo del peso percentuale, degli impieghi alla clientela localizzata al sud e nelle isole. Il tasso di crescita degli impieghi, incluse le sofferenze, si è continuamente ridotto a partire da dicembre 1999, fino ad arrivare a dicembre 2000 a +1,2% e +3,3% rispettivamente per la clientela localizzata nelle Isole e nell'Italia meridionale. A tale data gli impieghi a favore di prenditori localizzati nelle due aree sopra citate pesavano rispettivamente 4,9% e 9,4%. I tassi di variazione degli impieghi a favore dei prenditori localizzati al Centro sono risultati ancora crescenti nel corso del 2000, ma inferiori al dato nazionale. Ciò si è riflesso in un costante ridimensionamento della loro quota sul totale, che è passata da 26,5% a marzo 1999 a 23,9% a dicembre 2000.

**TAB. 4.4 - Impieghi: variazioni % tendenziali per area geografica**

	Totale nazionale	Nord Ovest	Nord Est	Centro	Sud	Isole
1999: 31 Mar	7,1	8,9	10,9	3,2	3,4	7,6
30 Giu	9,2	14,2	12,5	2,4	4,3	7,1
30 Set	9,1	13,2	12,9	3,0	4,1	8,6
31 Dic	9,3	13,3	13,8	2,4	4,5	9,2
2000: 31 Mar	10,9	15,7	18,2	1,7	5,3	6,3
30 Giu	10,7	14,1	16,1	4,6	4,7	6,0
30 Set	12,4	18,4	15,0	6,4	5,4	3,6
31 Dic	12,2	19,1	13,8	6,7	3,3	1,2

**Fonte:** Banca d'Italia, Bollettino Statistico I 2001, tav.TDB10233

**Note:** dati inclusivi delle sofferenze

#### 4.2 L'andamento del credito accordato e utilizzato per classi dimensionali di prenditori

L'elaborazione dei dati relativi all'andamento del credito accordato e utilizzato e ai rapporti di utilizzo per classi dimensionali di prestiti, che è considerabile una *proxy* della dimensione dei prenditori di credito, consente di osservare che anche sotto questo profilo si presentano disomogeneità nell'andamento del credito (TAB. 4.5).

L'accordato operativo, considerabile un indicatore delle politiche di offerta delle banche, evidenzia tassi di incremento più marcati nelle classi dimensionali estreme. I prestiti accordati relativi a fidi superiori a 50 miliardi di lire, che nel 1999 avevano presentato tassi di crescita inferiori al dato aggregato, nel corso del 2000 mostrano tassi crescenti e costantemente superiori al dato medio. A marzo 2000

**TAB. 4.5 - Finanziamenti accordati, utilizzi e sofferenze: consistenze e variazioni % tendenziali** (dati in migliaia di miliardi di lire)

	valore assoluto	var%	0,15-0,5 mld var.%	0,5-5 mld var.%	5-50 mld var.%	>50 mld var.%
<i>Accordato</i>						
1998: 30 Giu	1.539	8,6	9,6	6,8	8,8	9,1
31 Dic	1.624	8,8	12,9	6,8	7,8	9,6
1999: 30 Giu	1.688	9,6	20,8	8,6	7,6	9,5
31 Dic	1.772	9,1	24,0	9,1	7,5	7,8
2000: 30 Giu	1.882	11,5	21,7	9,1	8,3	12,5
31 Dic	2.006	13,2	17,6	8,4	9,2	16,4
<i>Utilizzi</i>						
1998: 30 Giu	1.010	5,8	8,4	4,0	7,1	5,6
31 Dic	1.060	6,6	13,7	5,2	6,2	6,2
1999: 30 Giu	1.105	9,4	22,3	6,6	6,3	10,0
31 Dic	1.174	10,7	26,8	7,9	6,6	11,2
2000: 30 Giu	1.246	12,8	25,4	9,0	8,3	14,1
31 Dic	1.352	15,2	20,4	9,4	12,1	18,0
<i>Sofferenze</i>						
1998: 30 Giu	129	6,6	6,4	9,8	3,0	5,5
31 Dic	126	3,0	5,1	4,7	-0,7	-0,8
1999: 30 Giu	124	-4,0	1,8	-4,4	-5,1	-18,1
31 Dic	119	-6,0	-3,3	-10,5	-7,5	6,7
2000: 30 Giu	116	-6,0	-2,4	-8,7	-10,1	3,0
31 Dic	107	-10,0	-2,3	-11,3	-14,5	-20,3

**Fonte:** Banca d'Italia, Bollettino Statistico I 2001, Tav.TDC30015

il tasso di crescita era +14,1% (+12,7% per l'insieme dei crediti); a dicembre 2000 il tasso di crescita era rispettivamente +16,4% e +13,2%.

I finanziamenti riferibili alla classe di fido compresa tra 150 e 500 milioni, che anche nel 1999 crescevano secondo tassi decisamente superiori alla media, hanno presentato il maggior tasso di sviluppo, ancorché decrescente nel corso del 2000. A marzo 2000 il loro tasso di crescita era pari a +23,8%, a dicembre esso si era ridotto a +17,6%, comunque superiore alla media.

I prestiti relativi a tale classe dimensionale hanno anche presentato i maggiori tassi di crescita degli utilizzi. L'utilizzato è infatti cresciuto del 20,4% a dicembre 2000, in rallentamento rispetto a marzo dello stesso anno (+27,3%).

La classe di fido più ampia (>50 miliardi) ha analogamente registrato tassi di crescita significativi con riferimento agli utilizzi. A dicembre 2000 il tasso di variazione annua era pari al 18%, a marzo 2000 era del 15,6%.

**TAB. 4.6 - Finanziamenti accordati, utilizzi e sofferenze: incidenze percentuali**  
(consistenze in migliaia di mld di lire)

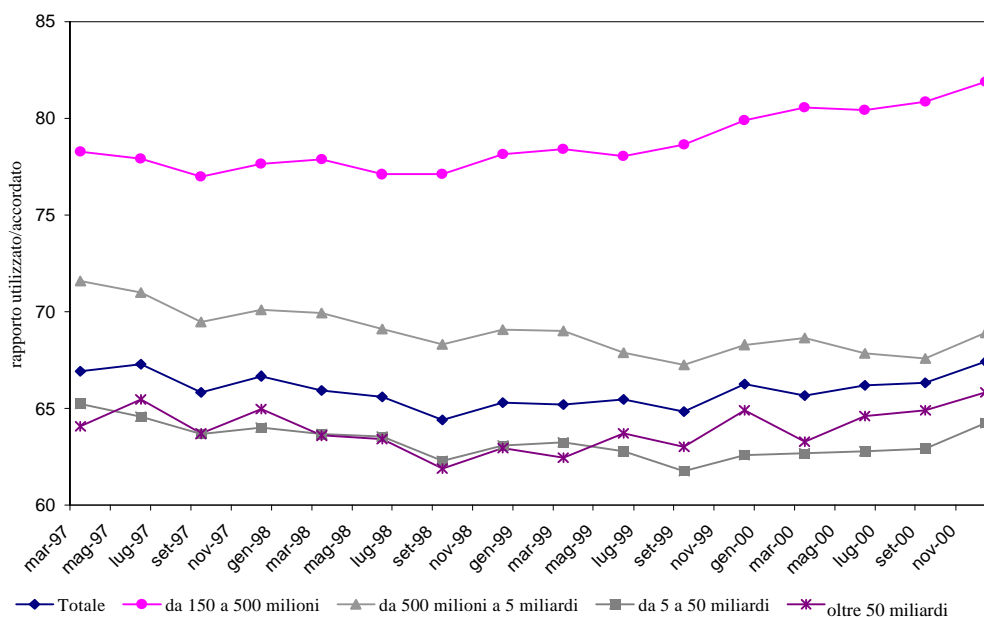
	valore assoluto	0,15-0,5 mld incid. %	0,5-5 mld incid. %	5-50 mld incid. %	>50 mld incid. %	Totale
<i>Accordato</i>						
1998: 31 Dic	1.624	7,2	22,2	24,0	48,7	100,0
1999: 31 Dic	1.772	8,2	20,2	23,6	48,0	100,0
2000: 31 Dic	2.006	8,5	19,3	22,8	49,4	100,0
<i>Utilizzi</i>						
1998: 31 Dic	1.060	8,6	21,4	23,1	46,9	100,0
1999: 31 Dic	1.174	9,9	20,8	22,3	47,1	100,0
2000: 31 Dic	1.352	10,3	19,8	21,7	48,3	100,0
<i>Sofferenze</i>						
1998: 31 Dic	126	31,8	36,3	23,4	8,5	100,0
1999: 31 Dic	119	32,8	34,6	23,0	9,7	100,0
2000: 31 Dic	107	35,6	34,0	21,9	8,6	100,0

**Fonte:** Banca d'Italia, Boll.Statistico I 2001, tav.TDC30015

L'andamento del rapporto di utilizzo evidenzia che sono i prenditori di minori dimensioni ad aver aumentato costantemente a partire da settembre 1998 il grado di utilizzo dei finanziamenti ottenuti, che è passato da 77,1% a 81,9%. Le altre classi dimensionali, caratterizzate da percentuali di utilizzo inferiori, hanno

modificato in misura minore il loro livello di utilizzo del credito accordato. Nel corso del 2000 i prenditori appartenenti alle classi da 5 a 50 miliardi e oltre 50 miliardi hanno accresciuto i rapporti di utilizzo rispettivamente da 62,7% a 64,2% e da 63,3% a 65,8% (FIG. 4.2).

**FIG. 4.2 - Finanziamenti per cassa:  
andamento del rapporto utilizzato/accordato**



Dalle TABB. 4.5 e 4.6 è anche possibile desumere alcune informazioni con riferimento all'evoluzione delle sofferenze per classi dimensionali di fido. L'andamento dei crediti in sofferenza nelle classi dimensionali è piuttosto differenziato e segnala un miglioramento della qualità del credito che ha interessato soprattutto le classi dimensionali di fido maggiori. Le classi intermedie (da 500 milioni a 5 miliardi e da 5 a 50 miliardi) hanno fatto segnare, soprattutto nel corso del 2000, percentuali di riduzione significative e superiori alla media. Inoltre esse sono state interessate da un processo di riduzione dei crediti in sofferenza secondo ritmi crescenti, che si è avviato a dicembre 1998 per la classe da 5 a 50 miliardi e a giugno 1999 per la classe inferiore. Le sofferenze riferite ai crediti oltre 50 miliardi hanno presentato a dicembre 2000 una riduzione del 20%, percentuale che ripete, superandolo, il valore di giugno 1999; tuttavia l'andamento dei crediti in sofferenza

in questa classe è molto più discontinuo che nelle altre classi. Le sofferenze relative ai crediti di dimensione inferiore hanno continuato a ridursi da dicembre 1999, ma a ritmi inferiori alla media. Il risultato è un aumento dell'incidenza percentuale dei crediti in sofferenza verso i prenditori minori (30,9% a marzo 1998 a 35,6% a dicembre 2000).

L'andamento degli impieghi si è accompagnato ad un incremento del grado di concentrazione. Nella TAB. 4.7 è riportato l'andamento da dicembre 1998 a dicembre 2000 dell'incidenza dei prestiti al primo 0,5%, 1%, 5% e 10% di clienti. Si può osservare che l'incidenza si è accresciuta per tutti i gruppi di prenditori.

**TAB. 4.7 - Concentrazione dei finanziamenti per cassa  
per numero di affidati (composizione %)**

	Primo 0,5% di affidati	Primo 1% di affidati	Primo 5% di affidati	Primo 10% di affidati
<i>31 Dic 1998</i>				
<b>Totale Branche</b>	33,8	41,2	72,5	62,2
Edilizia	27,4	34,5	66,3	55,1
Industria	35,7	43,4	75,6	65,4
Servizi	32,5	39,4	70,2	59,7
<i>31 Dic 1999</i>				
<b>Totale Branche</b>	34,2	41,6	72,7	62,4
Edilizia	26,0	32,7	65,3	53,7
Industria	35,9	43,7	75,7	65,6
Servizi	33,4	40,3	70,7	60,4
<i>31 Dic 2000</i>				
<b>Totale Branche</b>	36,4	43,7	74,0	64,1
Edilizia	26,4	33,1	65,4	53,8
Industria	36,3	44,2	76,4	66,3
Servizi	38,2	44,8	73,3	63,7

### 4.3 L'andamento degli impieghi per forme tecniche

Nella TAB. 4.8 sono riportati i tassi di variazione degli impieghi per forme tecniche e distinguendo tra accordato operativo e utilizzato.

I crediti per cassa hanno nel loro insieme presentato tassi di crescita sostenuti nel corso del 2000, con una flessione a giugno. La velocità di crescita degli utilizzi è superiore a quella del credito accordato. Ciò suggerisce che la crescita del credito sia stata trainata da fattori di domanda e, più nello specifico, sia coerente con una ripresa dell'attività produttiva. Tra le diverse forme tecniche, le operazioni a scadenza hanno fatto segnare i tassi di crescita superiori, tanto per l'utilizzato quanto per l'accordato. I crediti autoliquidanti presentano invece ritmi di crescita inferiori a quelli del totale dei crediti per cassa e non particolarmente significativi.

Da osservare invece l'importante crescita a dicembre 2000 delle garanzie rilasciate alla clientela, che hanno presentato un tasso di variazione del 28% con riferimento all'accordato e del 34,5% per gli utilizzi. Tale andamento può essere ricollegato ai fattori di carattere straordinario e in particolare alle aste UMTS che si sono realizzate nell'ultima parte dell'anno.

**TAB. 4.8 - Finanziamenti delle banche per tipologie**  
(variazioni tendenziali annue)

	Finanziamenti per cassa		Operazioni a revoca		Operazioni a scadenza		Operazioni autoliquidanti		Garanzie rilasciate alla clientela	
	AO	U	AO	U	AO	U	AO	U	AO	U
1998: 31 Mar	5,6	4,0	4,2	-2,3	5,1	3,8	8,5	13,2	-12,0	-11,6
30 Giu	3,8	2,0	4,4	-1,2	2,4	1,2	7,0	9,5	-15,7	-12,0
30 Sett	7,7	5,3	5,7	-3,4	8,7	6,8	7,5	10,0	6,9	2,2
31 Dic	9,2	6,9	6,3	-3,0	11,9	10,3	5,7	5,1	-0,3	-5,2
1999: 31 Mar	6,1	4,2	7,0	2,8	5,5	5,0	6,6	2,8	-3,3	0,1
30 Giu	8,8	6,8	9,9	4,2	9,3	8,8	6,2	1,8	-0,1	0,0
30 Sett	8,4	7,6	6,8	5,0	10,4	10,1	5,2	-0,3	-1,5	1,1
31 Dic	8,2	9,2	7,3	3,5	9,7	12,3	5,3	2,6	5,0	8,0
2000: 31 Mar	12,3	13,6	8,8	4,5	16,1	17,3	6,6	8,1	12,4	8,0
30 Giu	10,3	12,3	8,6	7,2	12,9	14,8	5,5	6,8	12,0	10,8
30 Sett	12,1	15,4	10,5	8,4	14,8	18,4	6,8	10,1	18,3	16,2
31 Dic	12,6	14,4	11,1	15,9	15,4	15,0	6,3	10,0	28,1	34,5

**Fonte:** Bollettino Statistico della Banca d'Italia, Dati di Centrale dei Rischi

**Note:** AO = accordato operativo; U=utilizzato

#### 4.4 L'andamento degli impieghi per branche

La crescita degli impieghi ha presentato valori molto diversi nelle diverse branche di attività economica. È possibile osservare (TAB. 4.9) andamenti estremamente disomogenei: i tassi di crescita più sostenuti hanno riguardato il segmento dei servizi delle comunicazioni (+71,4%), quelli dei trasporti marittimi e aerei (+35,4%) e dei prodotti energetici (+35,3%), settori che peraltro non assorbono quote particolarmente rilevanti degli impieghi bancari. L'unica branca cui era allocata a fine 2000 una quota significativa (16,6%) degli impieghi bancari e che ha presentato un tasso di crescita superiore alla media (+21,1%) è quella degli "altri servizi destinabili alla vendita".

**TAB. 4.9 - Impieghi (al lordo delle sofferenze) per branche di attività economica** (vecchie definizioni Banca d'Italia - Campione Banche)

Branche di attività economica	var. % tendenziali		
	1998	1999	2000
Edilizia e opere pubbliche	1,2	0,0	1,8
Macchine agricole e industriali	4,2	8,1	4,7
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	9,9	3,0	5,2
Servizi del commercio	3,9	5,7	5,6
Minerali e prodotti a base di min. non metallici	5,0	-0,1	6,3
Prodotti agricoli, silvicoltura e pesca	3,4	7,0	6,4
Prodotti tessili, calzature e abbigliamento	4,9	-0,3	8,2
Altri prodotti industriali	8,7	5,6	8,2
Prodotti in metallo (esclusi macch. e mezzi trasp.)	5,4	2,4	8,5
Servizi connessi ai trasporti	7,1	18,1	8,9
Alberghi e pubblici esercizi	5,1	10,7	9,7
Materiali e forniture elettriche	0,0	-3,2	11,1
Prodotti gomma e plastica	11,1	0,6	11,1
<i>Macchine per ufficio elaboratori dati ottica</i>	<i>12,8</i>	<i>31,1</i>	<i>11,8</i>
<i>Minerali ferrosi e non ferrosi</i>	<i>10,8</i>	<i>0,5</i>	<i>12,4</i>
<i>Prodotti chimici</i>	<i>9,1</i>	<i>5,5</i>	<i>12,7</i>
<i>Servizi dei trasporti interni</i>	<i>7,4</i>	<i>-2,3</i>	<i>13</i>
<i>Carta e prodotti per la stampa</i>	<i>3,4</i>	<i>10,6</i>	<i>14,3</i>
<i>Mezzi trasporto</i>	<i>7,8</i>	<i>-2,5</i>	<i>16,4</i>
<i>Altri servizi destinabili alla vendita</i>	<i>10,3</i>	<i>8,8</i>	<i>21,1</i>
<i>Prodotti energetici</i>	<i>-11,9</i>	<i>1,1</i>	<i>35,3</i>
<i>Servizi dei trasporti marittimi e aerei</i>	<i>14,2</i>	<i>24,0</i>	<i>35,4</i>
<i>Servizi delle comunicazioni</i>	<i>14,7</i>	<i>16,8</i>	<i>71,4</i>
<b>Totale branche</b>	<b>5,1</b>	<b>4,7</b>	<b>11,2</b>

**Fonte:** Banca d'Italia, Suppl. Bollettino Statistico "Istituz Finanz. e Monet." 19 Feb. 2001.

**Note:** In corsivo i valori sopra la media.



**TAB. 4.10 - Sofferenze per branche di attività economica** (consistenze di fine periodo; vecchie definizioni Banca d'Italia - Campione Banche)

Branche di attività economica	var. % tendenziali		
	1998	1999	2000
<i>Servizi dei trasporti marittimi e aerei</i>	-16,1	-1,1	-31,4
<i>Edilizia e opere pubbliche</i>	4,2	-3,8	-22,2
<i>Prodotti energetici</i>	-17,8	-17,6	-18,6
<i>Altri servizi destinabili alla vendita</i>	5,4	-10,7	-17,7
<i>Minerali e prodotti a base di min. non metallici</i>	-10,8	-6,1	-16,4
<i>Prodotti alimentari, bevande e tabacco</i>	3,8	-0,8	-15,2
Minerali ferrosi e non ferrosi	-18,6	-23,1	-14,7
Prodotti agricoltura, silvicoltura e pesca	-1,4	-5,9	-13,3
Alberghi e pubblici esercizi	0,9	-20,6	-12,9
Materiali e forniture elettriche	-8,0	-4,6	-12,7
Sevizi del commercio	-1,3	-5,6	-12,3
Servizi dei trasporti interni	0,6	-3,4	-12,0
Macchine per ufficio elaboratori dati ottica	-1,6	7,3	-11,7
Macchine agricole e industriali	-12,7	-9,8	-11,0
Altri prodotti industriali	-7,5	-7,2	-9,4
Prodotti in metallo (esclusi. macch. e mezzi trasp.)	-6,6	-8,9	-9,1
Mezzi trasporto	-10,2	-8,9	-5,5
Carta e prodotti per la stampa	-12,8	28,7	-5,5
Prodotti gomma e plastica	-8,5	-8,6	-5,1
Servizi connessi ai trasporti	-5,9	-8,2	-4,6
Prodotti tessili, calzature e abbigliamento	-11,9	-2,4	-3,4
Prodotti chimici	-14,4	-10,8	23,6
Servizi delle comunicazioni	-4,0	-6,3	37,8
<b>Totale branche</b>	<b>-0,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>-15,1</b>

**Fonte:** Banca d'Italia, Suppl. Bollettino Statistico "Istituz. Finanz. e Monet." n. 19, febbraio 2001, appendice Relazione Annuale 1999.

**Note:** In corsivo i valori sopra la media.

La crescita degli impieghi nelle diverse branche non si è associata a corrispondenti variazioni nella dinamica delle sofferenze (TAB. 4.10).

Per alcune branche (in particolare quelle dei trasporti aerei e marittimi, dei prodotti energetici e degli altri servizi destinabili alla vendita) si osservano contemporaneamente tassi di crescita degli impieghi superiori al dato medio e tassi di riduzione delle sofferenze più elevati della media. Ciò potrebbe essere considerato indice di una condizione positiva delle imprese appartenenti alla branca che esprimono una domanda di credito motivata dalla ripresa dell'attività produttiva tipica. Per altri settori, quali l'edilizia - che tipicamente assorbe una quota importante degli impieghi bancari (11,6% nel 2000) - e minerali ferrosi e non ferrosi, una riduzione significativa delle sofferenze si correla a tassi di sviluppo

degli impieghi non particolarmente superiori alla media, segno forse di un riequilibrio della situazione finanziaria non accompagnato, almeno fino alla fine del 2000, ad una ripresa produttiva.

Le branche delle macchine per ufficio, dei servizi di trasporto interni, della carta e dei mezzi di trasporto evidenziano nel 2000 tassi di crescita degli impieghi superiori alla media, ma riduzioni delle sofferenze meno significative rispetto al dato medio. Infine, le branche della chimica e dei servizi delle comunicazioni sono caratterizzati da tassi di crescita degli impieghi superiori al dato medio (rispettivamente +12,7% e +71,4%) e, unici tra tutte le branche, presentano tassi di variazione positiva delle sofferenze (rispettivamente +23,6% e +37,8%).

**TAB. 4.11 - Rapporto Utilizzato su accordato per branche di attività economica** (consistenze di fine periodo)

Branche di attività economica	1999	2000
Prodotti chimici	48,33	53,42
Prodotti energetici	58,22	55,61
Materiali e forniture elettriche	51,23	55,97
Macchine agricole e industriali	56,24	57,78
Prodotti gomma e plastica	56,31	59,79
Carta e prodotti per la stampa	60,34	61,31
Prodotti tessili, calzature e abbigliamento	57,60	61,52
Minerali ferrosi e non ferrosi	57,84	61,53
Minerali e prodotti a base di min. non metallici	59,63	61,97
Prodotti in metallo (esclusi macch. e mezzi trasp.)	62,00	63,14
Servizi delle comunicazioni	67,93	63,34
Servizi del commercio	62,88	63,42
Prodotti alimentari, bevande e tabacco	60,92	64,22
Mezzi trasporto	65,87	64,78
Macchine per ufficio elaboratori dati ottica	65,40	65,57
Altri prodotti industriali	63,60	65,67
<i>Servizi connessi ai trasporti</i>	<i>71,74</i>	<i>68,60</i>
<i>Servizi dei trasporti interni</i>	<i>66,62</i>	<i>69,07</i>
<i>Edilizia e opere pubbliche</i>	<i>74,28</i>	<i>75,19</i>
<i>Altri servizi destinato alla vendita</i>	<i>76,17</i>	<i>76,18</i>
<i>Servizi dei trasporti marittimi e aerei</i>	<i>70,99</i>	<i>78,49</i>
<i>Prodotti agricoltura silvicoltura e pesca</i>	<i>80,90</i>	<i>82,06</i>
<i>Alberghi e pubblici esercizi</i>	<i>82,86</i>	<i>83,55</i>
<b>Totale branche</b>	<b>64,44</b>	<b>66,07</b>

**Fonte:** Banca d'Italia, Bollettino Statistico I 2001, Tav. TDB30180

**Note:** In corsivo i valori sopra la media.

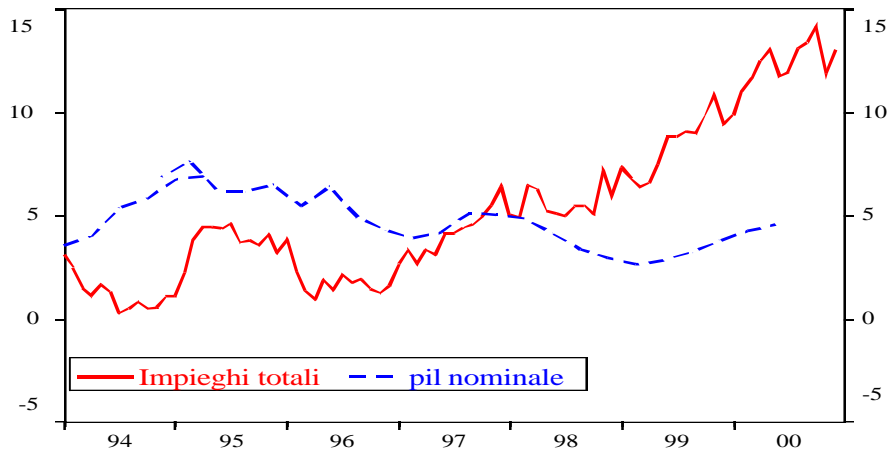
La TAB. 4.11 riporta per il 1999 e il 2000 i rapporti di utilizzo per branche di attività economica. È possibile osservare che tra il 1999 e il 2000 i rapporti di utilizzo crescono in modo generalizzato, con eccezione dei settori delle comunicazioni, dei mezzi di trasporto e dei servizi connessi ai trasporti per i quali (TAB. 4.9) gli impieghi hanno presentato nel 2000 tassi di crescita superiori alla media. Ciò fa presumere che nei confronti di tali branche si siano manifestati fenomeni di eccesso di offerta di credito. Le branche che presentano rapporti di utilizzo superiori alla media (oltre alla già citata branca dei servizi connessi ai trasporti) sono l'edilizia, i servizi dei trasporti interni, dei trasporti marittimi, dell'agricoltura, silvicoltura e pesca e degli alberghi e dei pubblici esercizi.

#### **4.5 Impieghi bancari e attività economica**

L'andamento degli impieghi bancari a partire dalla seconda metà del 1999 ha presentato una dinamica decisamente superiore a quella del prodotto interno lordo. In particolare, nel 2000, a fronte di una crescita del PIL monetario del 5,2% l'incremento dei prestiti è stato pari al 13,3%. Si tratta di un divario negli andamenti che solitamente non si realizza. Di norma, infatti, i saggi di sviluppo dei due aggregati sono sostanzialmente allineati. Tra il 1994 e il 2000 il tasso medio annuo di incremento degli impieghi è stato del 6% a fronte di una crescita del 5% per il PIL nominale (FIG. 4.3). Se si estende il periodo di osservazione partendo dall'inizio degli anni Ottanta, il tasso medio annuo di aumento è stato dell'11% e del 9% per gli impieghi e il PIL rispettivamente. Sembra quindi importante ricercare se esiste qualche ragione per la differenza tra i due tassi di crescita nel periodo più recente.

In generale, esiste una correlazione positiva tra impieghi e PIL nominale, confermata da stime econometriche: la variazione del prodotto nazionale spiega, in senso statistico, il 55% della variazione degli impieghi. Tale relazione sale al 60% se si esclude dal periodo di stima il biennio 99-00.

Altri fattori, non strettamente legati all'attività produttiva, dunque, devono essere tenuti in considerazione quali variabili esplicative della domanda di credito e, in particolare, della recente accelerazione.

**FIG. 4.3 - Impieghi e PIL nominale (var. % tendenziali)**

Per valutare con maggiore grado di dettaglio i legami tra andamento delle variabili reali e quello degli aggregati bancari, è utile considerare l'andamento di impieghi e attività economica nei diversi settori produttivi. L'esame non si presenta agevole dato che le "branche" degli impieghi non coincidono con le "branche" del valore aggiunto e della produzione.

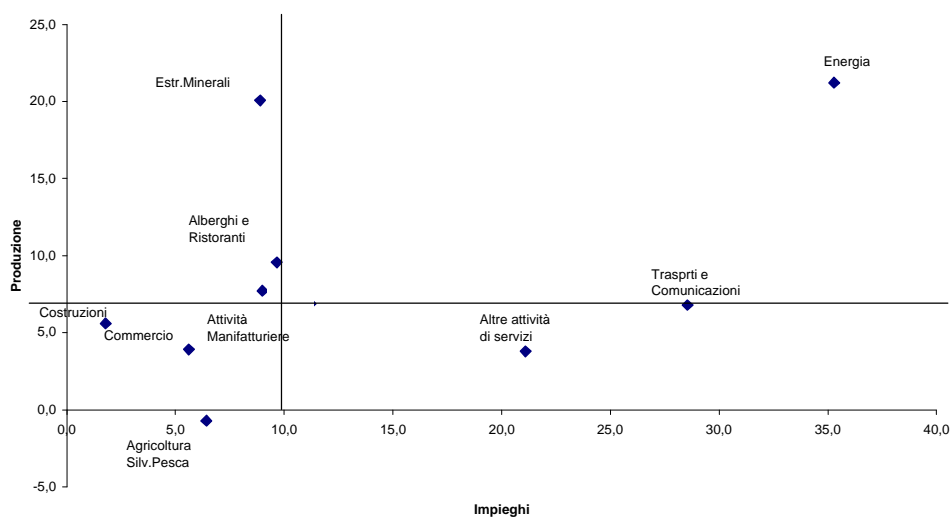
Le informazioni sul credito pubblicate dalla Banca d'Italia sono riferite ad un insieme relativamente più ampio di branche (23) rispetto alla definizione dei settori impiegata nella Relazione Generale sulla situazione del Paese e dall'Istat per le informazioni sull'andamento della produzione.

La TAB. 4.12 riporta un tentativo di raccordo tra la definizione delle branche impiegata nelle statistiche sul credito e quella utilizzata per la costruzione dei dati reali. Si può osservare che in pochi casi esiste una perfetta coincidenza tra branche e che si rende necessaria una aggregazione delle categorie impiegate da Banca d'Italia.

**TAB. 4.12 - Raccordo tra branche**

Branche di attività economica degli impieghi	Branche del valore aggiunto
Prodotti agricoltura, silvicoltura e pesca Prodotti energetici	Agricoltura Silvicoltura e Pesca Produz. e distrib di energia elettrica, gas acqua
Minerali ferrosi e non ferrosi Minerali e prodotti a base di min. non metallici	Estrazione di minerali
Prodotti Chimici Prodotti in metallo (esclusi. macch. e mezzi trasp.) Macchine agricoltura e industriali. Macchine per ufficio elaboratori dati ottica Materiali e forniture elettriche Mezzi di trasporto Prodotti alimentari, bevande e tabacco Prodotti tessili, calzature e abbigliamento Carta e prodotti per la stampa Prodotti gomma e plastica Altri prodotti Industriali	Attività manifatturiere
Edilizia e opere pubbliche Servizi del commercio	Costruzioni Commercio ingrosso e dettaglio; riparazione autoveicoli etc. Alberghi e ristoranti
Alberghi e pubblici esercizi Servizi dei trasporti interni servizi dei trasporti marittimi e aerei Servizi connessi ai trasporti Servizi delle comunicazioni	Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni
Altri servizi destinabili alla vendita	Altre attività di servizi Intermediazione monetaria e finanziaria VALORE AGGIUNTO al cf lordo sifim

Inoltre il settore manifatturiero, come definito dalla contabilità nazionale, ricomprende 11 branche individuate dalla Banca d'Italia. Per tali settori peraltro non sono disponibili i dati sul valore della produzione ma unicamente numeri indice impiegati dall'Istat per il calcolo dell'indice della produzione industriale.

**FIG. 4.4 - Impieghi e produzione 2000 (variazione %)**

Nella TAB. 4.13 vengono affiancati i dati relativi alla variazione annua per gli anni dal 1998 al 2000 degli impieghi e quelli relativi alla variazione del valore aggiunto e della produzione ricavati dalla contabilità nazionale. Nella FIG. 4.4 viene illustrata la posizione relativa dei diversi settori sulla base della variazione degli impieghi e della produzione nel 2000. Le linee orizzontale e verticale che suddividono il grafico in quattro aree corrispondono al dato medio.

La relazione tra crescita degli impieghi e crescita del PIL evidenziata dal grafico non sembra essere molto significativa: a settori di correlazione positiva nella crescita si affiancano settori con correlazione negativa.

**TAB. 4.13 - Impieghi, valore aggiunto e produzione (var. % su miliardi di lire correnti)**

Branche del valore aggiunto	1998			1999			2000		
	Imp.	Val. agg.	Prod.	Imp.	Val. agg.	Prod.	Imp.	Val. agg.	Prod.
<i>var. % su mld lire correnti</i>									
Agricoltura Silvicoltura e Pesca	3,4	-1,3	0,0	7,0	3,2	1,1	6,4	-1,7	-0,7
Produz. E distrib di energia elettrica, gas acqua	-11,9	0,0	-1,7	1,1	4,6	4,4	35,3	6,7	21,2
Estrazione di minerali	7,4	-13,1	-3,9	0,2	8,2	7,7	8,9	26,7	20,1
Attività manifatturiere	6,3	0,4	2,4	3,7	1,5	0,9	9,0	4,7	7,7
Costruzioni	1,2	-2,3	0,6	0,0	3,5	3,2	1,8	6,4	5,6
Com. ingrosso e dettaglio; riparaz.autoveicoli etc.	3,9	0,7	3,8	5,7	3,0	2,7	5,6	2,9	3,9
Alberghi e ristoranti	5,1	3,2	5,6	10,7	4,9	5,1	9,7	8,0	9,6
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	9,6	4,9	5,6	8,4	2,3	4,2	28,5	2,6	6,8
Altre attività di servizi	10,3	-1,8	4,4	8,8	3,3	4,6	21,1	3,2	3,8
Intermediazione monetaria e finanziaria	-	3,9	7,9	-	4,7	5,0	-	8,8	8,3
<b>Totale</b>	<b>5,1</b>	<b>1,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>11,2</b>	<b>5,2</b>	<b>6,9</b>
<i>composizioni %</i>									
Agricoltura Silvicoltura e Pesca	4,2	3,2	2,1	4,3	3,2	2,0	4,1	3,0	1,9
Produz. E distrib di energia elettrica, gas acqua	3,2	2,2	2,3	3,1	2,2	2,4	3,7	2,2	2,7
Estrazione di minerali	4,5	0,4	0,3	4,3	0,4	0,3	4,2	0,5	0,4
Attività manifatturiere	33,7	21,2	34,7	33,4	20,8	33,9	32,7	20,7	34,2
Costruzioni	13,3	4,8	5,5	12,7	4,8	5,5	11,6	4,9	5,4
Com. ingrosso e dettaglio; riparaz.autoveicoli etc.	17,6	13,4	11,1	17,8	13,4	11,1	16,9	13,1	10,8
Alberghi e ristoranti	2,8	3,4	3,1	3,0	3,5	3,1	2,9	3,6	3,2
Trasporti, magazzinaggio e comunicazioni	6,0	7,5	6,8	6,2	7,4	6,9	7,1	7,3	6,9
Altre attività di servizi	14,7	19,2	14,8	15,3	19,2	15,1	16,6	18,8	14,6
Intermediazione monetaria e finanziaria	-	24,7	19,3	-	25,1	19,7	-	25,9	19,9
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

**Fonte:** Elaborazioni su dati Banca d'Italia e Relazione Generale sulla Situazione del Paese 2000

**TAB. 4.14 - Impieghi e produzione nelle attività manifatturiere**  
(variazioni %, anno 2000)

Indice Prod.Industr.- Branche ISTAT	Prod.*	Impieghi: Branche Banca d'Italia	Imp.
Produzione mezzi di trasporto	5,1	Mezzi trasporto	16,4
Industria carta, stampa, editoria	0,9	Carta e prodotti per la stampa	14,3
Fabbr. di prodotti chimici e fibre sintet.	1,5	Prodotti Chimici	12,7
Produz. apparec. elettr. e di precisione	2,5	Materiali e forniture elettriche	11,3
Produz. articoli in gomma e materie plastiche	5,1	Prodotti gomma e plastica	11,1
Produz. metallo e prodotti in metallo	4,0	Prodotti in metallo (esclusi macchinari e mezzi di trasporto)	8,5
Industrie tessili e dell'abbigliamento	0,9	Prodotti tessili, calzature e abbigliam.	8,2
Altre industrie manifatturiere (compresi mobili)	2,0	Altri pr. Industriali	8,2
Industrie alimentari, bevande e tabacco	2,1	Prod. alimentari, bevande e tabacco	5,2
Produz. macchine e apparec. meccanici	5,3	Macchine agr. e industr.	4,7
<b>Tot. Attività Manifatturiere</b>	<b>3,1</b>		<b>9,0</b>

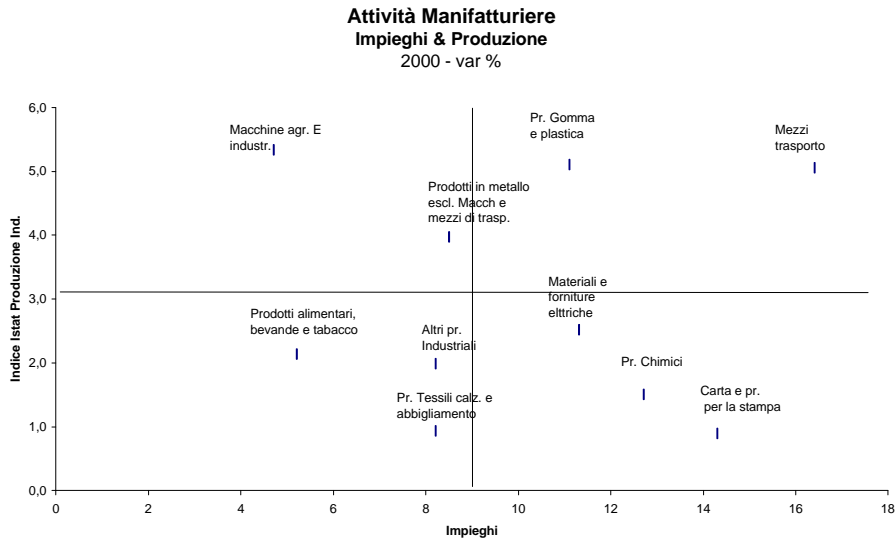
**Note:**\* indice ISTAT 1995=100

Facendo ricorso ai dati Istat relativi all'indice della produzione industriale è possibile analizzare con maggiore dettaglio il caso delle attività manifatturiere. Nella TAB. 4.14 è riportato uno schema di raccordo tra i dati di fonti diverse. La FIG. 4.5 consente di esaminare con maggiore dettaglio l'andamento degli impieghi e dell'indice della produzione per le attività manifatturiere. Anche in questo caso è possibile osservare che non esiste per tutti i settori una corrispondenza chiara tra andamento della produzione e andamento degli impieghi.

I settori gomma e plastica e mezzi di trasporto presentano una crescita degli impieghi e della produzione superiore alla media. I settori tessile e calzaturiero, dei prodotti alimentari, bevande e tabacco e degli altri prodotti industriali hanno tassi di crescita degli impieghi e della produzione inferiori alla media. Per gli altri la crescita degli impieghi e della produzione non paiono seguire percorsi di sviluppo paralleli.



**FIG. 4.5 - Attività Manifatturiere: impieghi e produzione 2000**  
(variazione %)



## 4.6 Conclusioni

L'analisi disaggregata dell'andamento degli impieghi nel corso del 2000 e dei primi mesi del 2001 consente di evidenziare una qualche connessione tra lo sviluppo degli stessi e la ripresa dell'attività economica. Rilevante influenza hanno avuto tuttavia fenomeni di natura straordinaria, quali i processi di acquisizione e fusione nel comparto industriale e l'espletamento dell'asta delle licenze UMTS. Anche depurata da tali fenomeni, peraltro, la crescita degli impieghi pare rimanere correlata ad una ripresa produttiva. Questo trend sembra in linea con gli andamenti registrati a livello di area euro, ancorché la velocità di crescita degli impieghi bancari appare in Italia superiore rispetto a quella fatta registrare nell'area Euro. La relazione rilevata a livello macro non trova più una corrispondenza a livello di analisi disaggregata per settori produttivi.

La mancanza di una qualsiasi relazione tra andamento dei settori dell'economia e andamento degli impieghi bancari rimane un "puzzle" che merita analisi ulteriori.

## **5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO\***

Nel corso del 2000 tra i titoli di debito si è assistito ad una flessione delle emissioni lorde di titoli di stato a cui si è accompagnato un incremento delle emissioni di obbligazioni delle banche e delle imprese (quest'ultime prevalentemente collocate sui mercati internazionali).

Nel complesso il risparmio affidato agli investitori istituzionali si è mantenuto, seppure con una lieve flessione, sui livelli dell'anno precedente confermando una fase di consolidamento dell'industria dopo la rapida espansione del recente passato.

Gli scambi di titoli sui mercati regolamentati si collocano a livelli inferiori rispetto a quelli record raggiunti nel corso del 2000, ma comunque decisamente soddisfacenti e più elevati di quelli registrati nel 1999.

### **5.1 Emissioni lorde e nette di titoli**

Nel complesso le emissioni lorde di titoli di debito nel corso del 2000 hanno subito una flessione rispetto all'anno precedente (877 mila miliardi di lire contro 989 mila miliardi di lire) determinata soprattutto dal ridimensionamento delle emissioni di titoli di stato che sono scese da 784 mila a 629 mila miliardi di lire (TAB. 5.1). In controtendenza sono risultate le emissioni di obbligazioni, passate da 205 mila miliardi di lire a 248 mila miliardi di lire, grazie al contributo delle emissioni di obbligazioni delle banche (per 165 mila miliardi di lire) e di quelle emesse dalle imprese (per 38 mila miliardi di lire) che hanno trovato esclusivo collocamento sui mercati internazionali.

Coerentemente con il progredire del processo di risanamento dei conti pubblici del nostro paese, si sono ulteriormente ridimensionate le emissioni nette del settore pubblico, con addirittura un valore negativo delle emissioni nette di titoli di stato (per circa 4 mila miliardi di lire) determinato soprattutto dalla forte contrazione di quelle dei titoli a breve termine. In forte crescita, invece, le emissioni nette di obbligazioni delle banche e delle imprese.

---

\* A cura di M. Anolli e A. Banfi.

Per quanto riguarda il primo trimestre del 2001 (confrontato con il medesimo periodo del 2000) si nota un sostanziale incremento delle emissioni nette dei titoli di debito dovuto soprattutto ai titoli di stato a breve termine.

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

	1999	2000	2000 I trim.	2001 I trim.
<b>EMISSIONI LORDE</b>				
<i>Titoli di stato</i>	784	629	205	214
di cui:				
a breve termine	373	319	88	100
a medio /lungo termine	411	310	117	114
<i>Obbligazioni</i>	205	248	70	78
di cui:				
Emesse dalle banche	158	165	56	48
<b>TOTALE EMISSIONI LORDE</b>	<b>989</b>	<b>877</b>	<b>275</b>	<b>292</b>
<b>EMISSIONI NETTE</b>				
<i>Titoli di stato</i>	23	- 4	22	56
di cui:				
a breve termine	- 35	- 34	- 9	25
a medio /lungo termine	58	30	31	32
<i>Obbligazioni</i>	21	90	26	30
di cui:				
Emesse dalle banche	20	32	15	13
<b>TOTALE EMISSIONI NETTE</b>	<b>44</b>	<b>86</b>	<b>48</b>	<b>85</b>

**Fonte:** Banca d'Italia

## 5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nei primi 5 mesi del 2001 il volume di risorse fresche canalizzate dalla Borsa Italiana, sia mediante aumenti di capitale sociale da parte di società quotate, sia mediante risorse raccolte in occasione dell'accesso alla quotazione (Opvs), è stato pari a 12.704 miliardi di lire, in significativo aumento (+43,2%) rispetto agli 8.870 miliardi di lire osservati nello stesso periodo dell'anno precedente. Del totale delle risorse complessivamente raccolte, circa il 39,5% è da ricondurre ad aumenti di capitale (l'anno precedente gli aumenti di capitale avevano

rappresentato il 23% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato, si osserva l'assoluta prevalenza della Borsa sia per gli aumenti di capitale (99,6% del totale, contro l'86,2% dell'anno precedente) sia, in minor misura, per le Opvs (97,6% del totale contro il 66,2% dell'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 5.718 miliardi di lire a fronte di 13 operazioni (7.344 miliardi di lire con 31 operazioni nell'intero 2000). In lieve crescita è risultata la dimensione media delle operazioni (440 miliardi di lire, contro i 237 miliardi del 2000 e gli oltre 1.400 miliardi del 1999). E' rimasta sostanzialmente stabile e a livelli contenuti l'incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale sul controvalore degli scambi<sup>1</sup> e sulla capitalizzazione di fine periodo, che si è attestata rispettivamente allo 0,41% per entrambi gli indicatori (rispettivamente 0,44% e 0,46% nel 2000; 4,35% e 3,06% nel 1999). Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, si è osservata una netta prevalenza in termini numerici delle emissioni da parte delle banche (3 operazioni: BPCI, BPM e Interbanca), mentre l'operazione di maggior dimensione è stata l'aumento di capitale Olivetti, per un volume complessivo di denaro fresco raccolto superiore a 4.200 miliardi di lire.

Nei primi 5 mesi del 2001 (TAB. 5.2) si sono avute 7 operazioni di Opvs per complessivi 6.986 miliardi di lire a confronto delle 8 operazioni per complessivi 5.896 miliardi del corrispondente periodo del 2000 (le operazioni erano state 48 per 25.108 miliardi di lire nell'intero 2000, mentre nel 1999 erano stati raccolti con Opvs circa 50.000 miliardi di lire). Le operazioni di Opvs hanno riguardato principalmente piccole e medie società del settore industriale e dei servizi non finanziari. L'importo medio delle operazioni è risultato in netto aumento rispetto all'anno precedente, passando da 523 miliardi di lire a 998 miliardi di lire (l'importo medio delle operazioni di Opvs era comunque stato pari a 2.060 miliardi nel 1999). Le ammissioni a quotazione hanno interessato soprattutto la Borsa e in misura molto minore il Nuovo Mercato e anche questo costituisce un'inversione di trend rispetto all'anno precedente, quando su 49 società ammesse alla quotazione 34 erano entrate sul Nuovo Mercato e 16 in

---

<sup>1</sup> Annualizzati

Borsa<sup>2</sup>. Per quanto riguarda la distribuzione temporale delle operazioni, si è assistito ad un ravvivarsi dell'interesse verso la quotazione di borsa nei mesi primaverili, mentre nei primi mesi dell'anno le operazioni di ingresso in borsa erano state pressoché assenti.

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

	1999	2000	2001 gen-mag
<i>Aumenti di capitale di soc. quotate</i>			
numero operazioni	30	31	13
denaro raccolto (miliardi)	42.379	7.344	5.718
importo medio	1.412	237	440
in % della capitalizz. di fine periodo	3,1%	0,5%	0,4%
in % degli scambi del periodo	4,4%	0,4%	0,4%
<i>Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.</i>			
numero operazioni	24	48	7
denaro raccolto (mld)	49.437	25.108	6.986
importo medio	2.060	523	998
in % della capitalizz. di fine periodo	3,6%	1,6%	0,5%
in % degli scambi del periodo	9,8%	1,5%	0,5%

**Fonte:** Borsa Italiana e nostre elaborazioni;

**Note:** (1) Titoli quotati sul MTA, sul mercato ristretto e, dal 1999, sul Nuovo Mercato

### 5.3 La gestione del risparmio

Dopo che durante gli anni Novanta l'incidenza del risparmio gestito sulla attività finanziarie delle famiglie si è allineate sui valori di altri paesi dell'area Euro (e in particolare di Germania e Francia), nel corso del 2000 si è assistito ad una flessione del risparmio affluito agli investitori istituzionali.

Nel complesso il patrimonio gestito dagli investitori istituzionali (fondi comuni, gestioni patrimoniali, assicurazioni e fondi pensione) ha subito un lieve ridimensionamento a fine 2000 rispetto al valore di fine 1999 a seguito sia della flessione della raccolta netta complessiva sia della discesa dei corsi dei titoli azionari in portafoglio.

<sup>2</sup> Il dato comprende una società ammessa alla quotazione di borsa e poi trasferita nel medesimo anno sul Nuovo Mercato.

Per quanto riguarda le preferenze delle famiglie tra le diverse forme di risparmio gestito (TAB. 5.3) si osserva che, al netto degli investimenti tra le diverse categorie di intermediari, a fine 2000 la quota più consistente risulta essere quella affidata ai fondi comuni (italiani ed esteri) con valori pari al 54,4% del patrimonio complessivo in gestione. Appare in crescita la quota affidata alle compagnie di assicurazione (pari al 19,5% del totale) a motivo del mantenimento anche per il 2000 di un sostenuto ritmo di crescita delle riserve tecniche. Nel caso delle gestioni patrimoniali si evidenzia la continua diminuzione (dal 36% del 1995 al 18,5% del 2000) della quota sul totale del patrimonio gestito: ciò tuttavia va ricondotto in massima parte all'ormai prevalente investimento da queste operato in quote di fondi comuni (si veda la successiva TAB. 5.4). Ancora modesto risulta infine il peso dei fondi pensione che si attesta al 7,6%.

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

Consistenze al 31/12	Fondi di investimento (1)	G.P.M. (2)	Assicuraz. (2)	Fondi Pensione	Patrimonio totale
1995	25,0	36,0	20,2	18,9	100
1996	30,5	36,4	18,8	14,3	100
1997	40,4	32,1	16,8	10,7	100
1998	52,8	25,4	13,8	8,0	100
1999	55,2	21,0	18,7	5,1	100
2000	54,4	18,5	19,5	7,6	100

**Fonte:** Banca d'Italia e nostre elaborazioni;

**Note:** (1) Sono compresi i fondi esteri e le Sicav;

(2) Al netto delle quote dei fondi comuni

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

Nei primi cinque mesi del 2001 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano è stata negativa per 28.200 miliardi di lire; l'anno precedente la raccolta netta era stata negativa per 12.500 miliardi di lire.

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie (TAB. 5.4), nel periodo in esame la raccolta netta è stata negativa per tutti i comparti, eccettuati i fondi di liquidità: -28.212 per i fondi azionari (che invece l'anno precedente avevano

mostrato, nello stesso periodo, un saldo attivo per 16.300 miliardi); -12.055 miliardi di lire per i fondi bilanciati (+ 14.700 miliardi nel periodo corrispondente del 2000); - 5.949 miliardi di lire per i fondi obbligazionari (-38.500 miliardi di lire nello stesso periodo dell'anno precedente). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 12.042 miliardi (2.000 miliardi l'intero anno precedente e +1.226 miliardi nei primi 5 mesi del 2000) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata negativa per 977 miliardi (+9.124 miliardi di lire l'intero anno precedente e +3.962 miliardi nei primi 5 mesi del 2000).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 5.4) valori negativi pari a -4,5% per i fondi azionari, -8,6% per i fondi bilanciati, -1,6% per i fondi obbligazionari, +27,2% per i fondi di liquidità e -6,6% per i fondi flessibili. A livello complessivo, l'incidenza della raccolta netta sul patrimonio netto gestito a fine 2000 è stata pari a -3,2%.

**TAB. 5.4 - Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano**

Categorie di fondi	1999	2000	2001	
			I trim.	gen-mag
<i>valori assoluti (in miliardi di lire)</i>				
Azionari	62.162	76.539	-13.627	-13.523
Bilanciati	30.549	33.399	-10.229	-12.055
Obbligazionari	7.023	-133.577	-2.245	-5.949
Liquidità	13.258	2.015	+8.734	+12.042
Flessibili	5.311	9.124	-1080	-977
Totale	118.302	-12.488	-20.273	-28.212
<i>in % patrimonio fine periodo precedente</i>				
Azionari	52,1	54,5	-4,52	-4,48
Bilanciati	62,1	65,3	-7,26	-8,56
Obbligazionari	-9,8	-51,9	-0,60	-1,58
Liquidità		9,5	+19,69	+27,15
Flessibili		167,0	-7,26	-6,57
Totale	10,8	-2,6	-2,31	-3,21

**Fonte:** Assogestioni e nostre elaborazioni

Il patrimonio netto complessivo gestito dai fondi comuni di diritto italiano è passato da 877.564 miliardi di lire a fine 2000 a 846.091 miliardi di lire a fine maggio 2001 (-3,6%). Le diverse categorie di fondi hanno mostrato 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 nel corso del periodo esaminato pari a -9,3% per i fondi azionari, a -9,8% per i fondi bilanciati, a -0,9% per i fondi obbligazionari, a +43,5% per i fondi di liquidità e a -11% per i fondi flessibili.

Il peso delle diverse categorie di fondi si è così evoluto nel periodo in esame: i fondi obbligazionari rappresentavano a fine maggio 2001 il 42,7% del patrimonio complessivo (48,5% a dicembre 2000 e 51,6% a fine 1999); i fondi azionari il 36,5% (34,4% a fine 2000 e 30,9% a fine 1999), i fondi bilanciati il 14,5% (16,1% a fine 2000 e 11,5% a fine 1999). L'incidenza dei fondi di liquidità era pari al 4,3% (5% del patrimonio complessivo a fine 2000, contro il 4,4% a fine 1999) e quella dei fondi flessibili al 2,0% (1,7% a fine 2000 e 1,3% a fine 1999).

Si è osservata quindi una certa polarizzazione nelle scelte degli investitori, che hanno penalizzato in misura relativamente maggiore i fondi bilanciati per favorire i fondi azionari e di liquidità. L'atteggiamento citato, se confermato nei periodi successivi, potrebbe essere indice di un approccio più maturo da parte degli investitori in quanto potrebbe sottendere che essi accettano di pagare gli oneri di gestione a fronte di strumenti ad elevato valore aggiunto (quanto meno potenziale) quali i fondi azionari, mentre, per i profili di rischio-rendimento bassi preferiscono strumenti relativamente poco costosi quali i fondi monetari. Per quanto riguarda la concentrazione del settore, calcolata a livello di gruppo, i primi 3 gruppi (rispettivamente San Paolo Imi, con il 19,1%; Intesa con il 18,7% e Unicredito con il 13,5%), detenevano a fine maggio 2001 il 51,3% del patrimonio netto complessivo (la stessa quota detenuta a fine 2000 e in sensibile aumento rispetto al 45,3% di fine 1999); i primi 5 (comprendendo quindi anche Arca con il 6,3% e gruppo Banca Roma con il 4,5%) rappresentavano il 62,1% a fine maggio 2001 rispetto al 58,6% di fine 1999 e al 62,5% di fine 2000.

Importanti avvicendamenti si sono osservati nelle posizioni di vertice: calcolando le quote di mercato in base al patrimonio netto gestito, al primo posto il gruppo SanPaolo Imi (con una quota di mercato complessiva pari al 19,9% a fine maggio 2001 contro il 18,9% a fine dicembre 2000) ha sostituito il gruppo Banca Intesa (che è passato dal 19,9% al 18,8%), mentre al quinto posto Banca di Roma (con una quota passata dal 4,5% al 4,6%) ha sostituito il gruppo Bipop-Carire (passato dal 4,7% al 4,5%).



I dati relativi alla raccolta netta e all'andamento del patrimonio netto gestito dai fondi comuni italiani inducono a qualche considerazione di natura prospettica sul settore. I maggiori punti sui quali vale la pena di concentrare l'attenzione sono due, in qualche misura collegati: i costi a carico dei clienti-sottoscrittori e la loro progressiva disaffezione rispetto al prodotto-fondo.

Per quanto riguarda il primo punto, diverse analisi pubblicate nel recente periodo hanno mostrato che i costi a carico dei sottoscrittori sono più elevati di quelli mediamente praticati a livello internazionale. La ragione di tale fenomeno risiede da un lato nella relativa minore maturità del settore in Italia e quindi nei margini che in tale fase di sviluppo gli offerenti riescono a spuntare e, dall'altro, nell'elevata remunerazione riconosciuta dalle società di gestione alle reti distributive, ancora fundamentalmente sbilanciate verso modalità di contatto con la clientela di tipo tradizionale (promotori finanziari e sportelli bancari, in alternativa a modalità di contatto remoto).

Con riferimento al secondo punto, si tratta, a nostro giudizio, di un dato che ha caratteristiche in parte congiunturali e in parte strutturali. Le caratteristiche congiunturali sono ovvie: nel settore si è sempre osservato un effetto di trascinamento esercitato dalle performance passate; nel periodo in corso i risultati lievemente negativi dei fondi obbligazionari e quelli a volte pesantemente negativi dei fondi azionari (e in qualche caso anche di quelli bilanciati) non potevano non influenzare la dinamica della raccolta. La disaffezione degli investitori potrebbe tuttavia essere più profonda di quanto evidenziato dal mero dato congiunturale e in particolare potrebbe risentire sia del livello dei costi al quale si è accennato nel punto precedente sia del disorientamento causato dal crescere della differenziazione dell'offerta (aumento e ridefinizione delle categorie; crescita del fenomeno dei fondi esteri offerti da intermediari italiani, introduzione dei fondi di fondi, acclimatamento all'uso del benchmark ecc.). A fronte del rischio di disorientamento l'investitore si trova nella condizione di doversi affidare sempre di più alla consulenza dell'offerente per assumere le proprie decisioni di investimento, ma viene allo stesso tempo raggiunto da messaggi e da comportamenti che possono diminuire la sua fiducia nei confronti dell'offerente stesso. I messaggi sono identificabili con diversi studi e rapporti (e le sintesi giornalistiche spesso eccessivamente semplificatrici) pubblicati nei mesi primaverili e aventi a oggetto la performance rispetto al benchmark, i costi a

carico degli investitori, i rischi di conflitti di interesse ecc. I comportamenti possono invece essere identificati nelle reazioni "di chiusura" dell'associazione di categoria (ad esempio la messa in discussione dell'utilità del benchmark). Si ritiene invece che solo una politica di elevata trasparenza da parte del settore dei gestori dei fondi comuni possa trasferire agli investitori quel grado di fiducia che la complessità crescente dei prodotti e le deludenti performance passate tendono a minare.

### **5.3.2 Il portafoglio dei fondi e delle gestioni individuali**

La composizione del portafoglio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali a fine 2000 conferma il trend in atto negli ultimi anni che ha visto accentuarsi per i fondi comuni il peso degli investimenti in azioni a scapito soprattutto dei titoli di Stato (anche a motivo della sostanziale stabilità delle emissioni nette a fronte della crescita della ricchezza finanziaria) e per le gestioni patrimoniali la forte prevalenza degli investimenti in quote di fondi grazie all'affermarsi delle gestioni patrimoniali in fondi.

Più in dettaglio, come rilevabile dalla TAB. 5.5, nel corso del 2000 il portafoglio dei fondi comuni ha manifestato una ulteriore riduzione degli investimenti in titoli di stato (dal 36,1% al 30,2% del portafoglio complessivo) mentre è cresciuto il peso degli investimenti in azioni che si è attestato al 43% del portafoglio. Va altresì segnalata la crescita del peso degli investimenti in titoli esteri che ormai rappresenta poco meno di due terzi dell'intero portafoglio dei fondi: infatti, il peso delle azioni estere e delle obbligazioni estere risulta, rispettivamente, pari al 32,4% e al 24,7% dell'intero portafoglio. Per quanto riguarda i paesi di appartenenza degli emittenti, nell'ultima Relazione del Governatore della Banca d'Italia si segnala che nonostante nel corso dell'anno siano aumentati gli acquisti di azioni di società di paesi dell'area Euro, le azioni estere in portafoglio sono per oltre i due terzi di società di paesi esterni a tale area, mentre per quanto riguarda le obbligazioni estere si è notato nel corso del 2000 un accentuato interessamento dei fondi per i titoli di stato degli altri paesi dell'area Euro, il cui peso è di circa un decimo del portafoglio complessivo.

**TAB. 5.5 - Composizione percentuale del portafoglio dei fondi comuni e delle GPM**

	1997	1998	1999	2000
	Fondi Comuni Aperti			
Titoli di Stato	58,6	56,1	36,1	30,2
<i>Di cui: BOT</i>	4,7	4,5	1,6	1,0
<i>BTP</i>	21,9	29,0	20,5	20,2
<i>CCT</i>	12,7	11,5	8,5	6,1
Obbligazioni	17,6	19,8	26,0	26,8
- in lire	1,7	1,2	1,8	2,1
- in valuta	15,9	18,6	24,2	24,7
Azioni	23,7	24,0	37,8	43,0
- in lire	11,9	11,4	10,0	10,6
- in valuta	11,8	12,6	27,8	32,4
Altre att. finanz.	0,1	0,1	0,0	0,0
Totale att. finanz.	100,0	100,0	100,0	100,0
	GPM*			
Titoli di stato	59,0	44,9	31,4	25,8
<i>di cui: BOT</i>	2,9	2,3	1,2	0,5
<i>BTP</i>	24,0	24,0	17,4	16,2
<i>CCT</i>	20,9	12,3	9,2	7,1
Obbligazioni	14,0	11,0	10,2	10,5
- in lire	6,3	3,9	4,2	5,5
- in valuta	7,7	7,2	6,0	5,0
Azioni	7,6	6,9	8,9	8,3
- in lire	5,9	5,2	6,0	5,8
- in valuta	1,7	1,7	2,9	2,5
Altre att. finanz.	0,2	0,1	0,7	1,2
Quote di fondi	19,3	37,2	48,8	54,2
- italiani	18,2	34,6	42,5	44,8
- esteri	1,1	2,6	6,3	9,4
Totale att. finanz.	100	100	100	100

**Fonte:** nostra elaborazione su dati Banca d'Italia.

\* Considerate al netto delle quote di fondi comuni

Andando a considerare la composizione del portafoglio delle gestioni patrimoniali si osserva che, rispetto a quella dei fondi comuni, si ha ancora una consistente incidenza dei titoli di stato mentre risulta scarso il peso dei titoli esteri. Infatti, se si attribuisce alle quote dei fondi comuni detenuti dalle gestioni patrimoniali una composizione del portafoglio analoga a quella media dei fondi, complessivamente le gestioni patrimoniali hanno in portafoglio titoli di stato per poco meno del 50% dei propri investimenti (rispetto a circa il 30% per i fondi comuni); analogamente la quota di titoli esteri detenuta dalle gestioni patrimoniali

risulta ampiamente inferiore a quella dei fondi (di circa 20 punti percentuali) determinata soprattutto dallo scarso peso delle azioni estere.

#### 5.4 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. ha mostrato nel corso dei primi 5 mesi del 2001 comportamenti differenziati a seconda del segmento di mercato considerato.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.6) si è osservata una lieve riduzione del controvalore scambiato, pari nel periodo a 550.556 miliardi di lire, con una media giornaliera pari a 5.243 miliardi di lire (- 18,7% rispetto ai 6.451 miliardi in media giornaliera del 2000, ma +36,8% rispetto ai 3.834 miliardi di media giornaliera del 1999). Il segmento di mercato che ha mostrato i maggiori problemi in termini di volume di scambi è stato il mercato ristretto, con scambi complessivi nel periodo pari a 400 miliardi di lire e una media giornaliera pari a 3,81 miliardi di lire, in ulteriore arretramento del 56,8% rispetto ai già poco significativi 8,83 miliardi di lire dell'anno precedente. Il Nuovo Mercato, vero protagonista del boom di scambi del 2000, ha mostrato una flessione nel volume dell'attività in linea con quella registrata a livello complessivo, con una media giornaliera pari a 182 miliardi di lire contro i 223 miliardi medi dell'anno precedente (-18,4%).

Il coefficiente di *turnover*<sup>3</sup> - rapporto fra il controvalore degli scambi e la semisomma della capitalizzazione di inizio e fine periodo – per i titoli azionari quotati in borsa è stato nel periodo in esame pari all'89% contro il 114% del 2000 e l'84,2% del 1999. Il coefficiente di turnover dei titoli quotati sul Nuovo Mercato continua a rimanere superiore alla media di quello osservato sugli altri segmenti del mercato e si attesta al 119%, in sensibile riduzione tuttavia rispetto al livello pari a 201% registrato l'anno precedente.

Anche l'attività sui *covered warrant*, che l'anno precedente aveva mostrato una elevatissima dinamica, è tornata su livelli più contenuti, con scambi passati a una media giornaliera di 237 miliardi a 158 miliardi di lire (-33,3%).

---

<sup>3</sup> Il dato è stato annualizzato.

Gli scambi di strumenti a reddito fisso (obbligazioni e titoli di Stato) trattati sul Mot hanno mostrato nel periodo in esame una tendenza alla riduzione: gli scambi di obbligazioni sono stati pari a 9.204 miliardi di lire, con una flessione sulla media giornaliera pari al 6,7% (la media giornaliera è infatti passata da 87,7 miliardi di lire a 94,0 miliardi); gli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 106.158 miliardi di lire, hanno registrato una flessione del 6,5% (la media giornaliera è infatti passata da 1.081 miliardi di lire nel 2000 a 1.011 miliardi di lire nei primi 5 mesi del 2001).

**TAB. 5.6 - Scambi sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA** (valori in miliardi di lire)

Strumento	1999	2000	2001 gen-mag
Azioni italiane borsa	967.428	1.577.547	531.030
Azioni italiane m. ristretto	1.754	2.242	400
Azioni italiane NM	6.833	56.733	19.126
Totale azioni	978.014	1.638.522	550.556
Warrant	5.997	5.288	1.154
Covered warrant	27.509	60.177	16.574
Obbl.convertibili	2.101	2.209	873
Diritti	937	686	447
Obbligazioni	26.841	23.880	9.204
Tit. Stato (Mot)	294.404	274.730	106.158
Tit. Stato (Mts)	4.668.858	3.819.776	
<u>Strumenti derivati</u>			
<u>Fib30</u>			
num.contratti	5.094.312	4.259.350	1.791.142
val.scambi	1.753.953	1.906.049	699.987
<u>Mini-Fib</u>			
num.contratti		358.439	471.855
val.scambi		32.502	36.807
<u>Midex</u>			
num.contratti	5.144	2.044	160
val.scambi	684	341	24
<u>Mibo30</u>			
num.contratti	2.236.241	2.842.081	1.158.072
val.scambi	511.526	625.737	226.917
<u>Isoalfa</u>			
num.contratti	1.947.931	5.871.013	4.061.726
val.scambi	54.487	115.074	60.033

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

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari, nel periodo in esame, a 700.000 miliardi di lire, con media giornaliera pari a 6.657 miliardi, contro i 7.504 miliardi del 200 (-11,3%); sul contratto mini-Fib il controvalore degli scambi è stato pari complessivamente a 36.807 miliardi di lire, con una media giornaliera pari a 351 miliardi di lire (+36,9% rispetto alla media giornaliera di 256 miliardi di lire del 2000). Assolutamente irrilevante invece la performance di scambi del contratto Midex, sul quale nel periodo sono stati fatti solo 160 contratti per un controvalore complessivo scambiato pari a 24 miliardi di lire.

Le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare una flessione (-12,3%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata da 2.464 miliardi di lire a 2.161 miliardi (sostanzialmente in linea con i 2.014 miliardi di lire medio giornalieri scambiati nel 1999). Continua ad aumentare significativamente invece il livello di attività sul segmento dei contratti di opzione su singoli titoli (contratti Isoalfa); il controvalore scambiato è passato da una media giornaliera di 453,28 miliardi di lire nel 2000 a 571,74 miliardi di lire (+26,1%).

## **5.5 Un nuovo segmento del mercato di borsa: Star**

Il 2 aprile 2001 Borsa Italiana ha introdotto un nuovo segmento del mercato azionario dedicato alle società con alti requisiti; il segmento è denominato STAR (Segmento Titoli con Alti Requisiti) ed è stato avviato con 20 società, tutte provenienti dal segmento di borsa ordinaria. L'obiettivo dell'operazione di segmentazione è quello di aumentare la visibilità e la liquidità delle società che vi aderiscono.

Per aderire al segmento STAR le società devono possedere requisiti di dimensione, di liquidità, di informativa e di *corporate governance* addizionali rispetto a quelli necessari per la quotazione sul segmento ordinario:

- capitalizzazione inferiore a 800 milioni di euro;
- diffusione delle azioni ordinarie pari al 35% del capitale sociale per le società di nuova quotazione ed al 20% del capitale sociale per le società già quotate;

- presenza di uno specialist che sostiene la liquidità del titolo e di un *investor relator* che tiene i rapporti di tipo informativo con gli investitori per conto della società;
- pubblicazione dei dati trimestrali entro 45 giorni dal termine del trimestre e messa a disposizione degli investitori di tutta l'informativa societaria (in italiano e in inglese) sul sito Internet della società;
- presenza nel consiglio di amministrazione di amministratori non esecutivi e indipendenti nonché di un comitato per il controllo interno;
- forme di incentivazione collegate con la performance per la remunerazione dell'alta dirigenza.

Benché sia prematuro fornire giudizi sul grado di successo del segmento, data la sua breve storia, i primi dati segnalano un andamento comparativamente migliore del segmento Star rispetto al segmento ordinario di borsa sia in termini di controvalore scambiato sia in termini di numero di contratti. Nel caso dei primi mesi di operatività, sul segmento Star sono state ammesse altre 10 società, di cui 7 già quotate nel segmento di borsa ordinario e 3 di nuova quotazione (Biesse, Garniti Fiandre e Giacomelli Sport). I titoli ammessi al segmento Star inoltre hanno mostrato inoltre una diminuzione della volatilità (che resta comunque più elevata di quella del mercato nel suo complesso).

## **6. GLOBALIZZAZIONE: ALLA RICERCA DELLA “SOVRANITA’ PERDUTA”\***

Al di là delle polemiche relative all’incontro di Genova, qual è il punto che si può fare sulla globalizzazione, e quindi sui suoi benefici e costi? In proposito, possiamo brevemente indicare tre aspetti sui quali vi è ampio consenso tra gli studiosi:

1. La “globalizzazione”, comunque definita, riguarda più la finanza che l’attività economica e quindi le variabili finanziarie più di quelle reali. Alle prime si applica ormai un “modello quotidiano” di determinazione, e di interdipendenza, che non è ancora estendibile a tutte le altre variabili economiche. Ne risulta accentuata l’interpretazione che sia la finanza a “muovere il mondo”. E che sia quindi compito delle Banche Centrali di influire sulle variabili finanziarie nella direzione opportuna. Ciò può essere però rovesciato dai critici della globalizzazione, per sottolineare l’alienazione che ne deriva in termini di valori fondamentali come il lavoro e il reddito di ciascuno di noi, divenuto “alla mercè” dell’andamento dei mercati finanziari.

2. La globalizzazione ha favorito la crescita dell’economia mondiale, da cui hanno tratto beneficio tutti i Paesi, in proporzione al loro grado di partecipazione al processo stesso. Ne hanno guadagnato anche i Paesi più popolosi – come Cina e India – e quindi si può dire che i benefici sono andati non a pochi, ma alla grande maggioranza degli abitanti della Terra. Non ne hanno tratto alcun beneficio quelli che già stavano peggio, cioè i poveri dell’Africa. Già esclusi dall’economia mondiale, sono stati anche esclusi dalla sua recente grande crescita. Ma ciò non sembra addebitabile alla globalizzazione.

3. Il mondo è cresciuto, ma è rimasto molto fragile. Anzi, questa fragilità sembra ancora accresciuta, come ha sottolineato l’ultima (pubblicata l’11 giugno 2001) Relazione Annuale della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI). Dal suo abituale osservatorio, la BRI osserva:

3.1 La “nuova economia” sarà più efficiente, ma non è più stabile: si rivedono i cicli del passato.

---

\* A cura di G.Vaciago.



3.2 Anzi, sembra di riandare agli anni precedenti la prima guerra mondiale: radicali innovazioni tecnologiche portano a temporanei boom di borsa più che a pressioni inflazionistiche; il tutto accompagnato da forti aumenti dei flussi internazionali di capitali.

3.3 Ne deriva un fabbisogno di più intense e rapide variazioni delle politiche monetarie, oltre che un sistema finanziario internazionale più solido.

La sintesi di queste riflessioni porta a ritenere particolarmente a rischio l'attuale congiuntura:

a) la concomitanza del rallentamento in tutti i Paesi li priva di una qualsiasi "locomotiva" che aiuti a superare il rallentamento stesso. V'è stata una riduzione dei tassi di interesse – più in America che nel resto del mondo – e una qualche riduzione delle tasse, ma in un contesto che vede molti Paesi agire ancora nella direzione di minori deficit pubblici.

b) L'aumentata rischiosità dei crediti bancari ha portato ad un generale inasprimento delle condizioni (ad esempio *spreads*) creditizie. C'è quindi un qualche rischio che la situazione si aggravi anche per reazione alle condizioni tipiche della precedente fase di euforia.

Dall'osservatorio della BRI, il mondo viene oggi visto con qualche preoccupazione, certo maggiore degli anni scorsi quando alla ricorrente fragilità finanziaria di tanti Paesi si contrapponeva la forza della crescita americana. Il passaggio più delicato è proprio quello in corso in questi giorni: il *soft-landing* riesce e c'è presto la ripresa. Oppure no, e inizia la recessione.