

Università Cattolica del S. Cuore
LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2002

Rapporto redatto nel mese di **febbraio 2002** da:

Piero Giarda (Responsabile), Maria Flavia Ambrosanio, Mario Anolli, Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Domenico Delli Gatti, Marco Lossani, 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 febbraio 2002.

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

di Basilea-2 a livello macroeconomico: la variabilità del requisito potrebbe infatti avere conseguenze indesiderabili, quali una prociclicità dell'offerta di credito ed una minore efficacia della politica monetaria tramite il canale bancario.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio – Nel 2001 i mercati finanziari sono stati caratterizzati dalla ripresa delle emissioni di titoli di debito (pubblici e privati) e dal ridursi del ricorso delle società quotate al capitale di rischio (sia per aumenti di capitale e sia mediante offerte al pubblico).

Sul mercato secondario si è assistito ad una generalizzata flessione del volume degli scambi nei mercati regolamentati: il volume di azioni scambiate si è ridotto di circa il 25-30% rispetto all'anno precedente.

Il settore del risparmio gestito ha visto l'avvio e lo sviluppo dell'innovazione rappresentata dai fondi di fondi, per i quali si è avuta una raccolta netta positiva nonostante la forte flessione che ha caratterizzato la raccolta netta dei fondi comuni (-20.835 milioni di euro): in particolare, sono risultati molto penalizzati i fondi azionari e i fondi bilanciati di diritto italiano, mentre sono risultati in controtendenza i fondi di liquidità. Per quanto riguarda la composizione dei portafogli di fondi comuni e GPM si è osservato lo spostamento delle preferenze del pubblico verso investimenti meno rischiosi, con un parziale recupero degli investimenti in titoli di stato e obbligazioni.

I prezzi delle azioni USA - Risulta confermato che nel mercato azionario americano i valori dei rapporti *dividends/yield* e *earnings/price* sono tuttora anomali rispetto ai loro valori storici degli ultimi 130 anni. Analizzando l'andamento delle usuali variabili che vengono utilizzate per approssimare il valore "fondamentale" dei titoli, risulta però che la situazione attuale non è facilmente confrontabile con quella del passato e che negli ultimi anni l'andamento dei prezzi della borsa americana (NASDAQ escluso) è fortemente legato allo sviluppo degli utili, alla politica dei dividendi e all'andamento (decescente) del rendimento delle obbligazioni. Confrontando per gli ultimi quindici anni l'andamento dell'indice di borsa *S&P Comp.* con una stima del corrispondente valore fondamentale, emerge che in più di una circostanza, i prezzi di mercato sono risultati superiori ai "fondamentali"; tuttavia alla fine del 2001 gli scostamenti sembrano pressoché riassorbiti, non segnalando alcuna differenza significativa tra i prezzi di mercati e il valore stimato dei "fondamentali".

DALL'EURO ALL'EUROPA*

Il *Changeover* è stato un successo. Ma forse presto qualcuno comincerà a domandarsi perché abbiamo fatto l'Euro. Due sono le risposte: una ragione "difensiva" - per evitare il peggio; ed una "propositiva" - per ottenere il meglio. Ricordiamo ambedue, e domandiamoci se tutto ciò appare ancor oggi giustificato.

1) *L'Euro come difesa*. Lo SME prima e l'Euro poi sono stati progettati anzitutto per "proteggere" l'integrazione economica europea dalle conseguenze di *shocks* esogeni che tendevano a far divergere i paesi europei. Gli *shocks* potevano essere l'aumento del prezzo del petrolio oppure una pronunciata debolezza del dollaro USA. In casi come questi, l'Unione europea prendeva a dividersi tra Paesi "a moneta forte" (guidati dalla Germania) e Paesi "a moneta debole" (guidati dall'Italia). L'integrazione in corso si arrestava o faceva passi indietro, anche grazie a misure "protezionistiche" con cui si difendevano i Paesi a moneta debole, ai quali in quei casi si chiedeva un supplemento di quelle virtù macroeconomiche (stabilità dei prezzi, equilibrio del bilancio pubblico) di cui già scarseggiavano. Un atteggiamento in qualche misura simile è riapparso nel Trattato di Maastricht, dove si chiedeva ai Paesi candidati a far parte dell'Unione monetaria di rispettare una serie di condizioni (i famosi 5 Parametri) che testimoniavano l'assenza di difficoltà nel condividere una moneta comune tra Paesi dalle diverse "reputazioni" quanto a stabilità monetaria ed equilibrio della finanza pubblica. Di nuovo, la logica era "difensiva", volta cioè ad evitare i problemi in cui si sarebbe venuta a trovare la nuova moneta qualora le conseguenze dei passati squilibri non fossero state contrastate.

Il successo di questa impostazione è evidente ed è stato più volte sottolineato, in questi anni, quasi ad ogni crisi internazionale. Dove saremmo potuti finire se non fossimo stati ben protetti all'interno dell'Unione monetaria europea, quando falliva qualche Paese come l'Argentina o si consumavano tragedie come quella dell'11 settembre? In ciascuno di quei casi, l'Euro si è comportato bene; meglio di come avrebbe fatto ciascuna delle sue monete componenti, se fosse rimasta sola. Certo meglio della nostra lira; che dagli anni '70 in poi aveva dimostrato la spiccata tendenza ad indebolirsi ad ogni crisi economica e/o politica, anche di Paesi lontani. La lira italiana pressoché automaticamente si allineava al Paese ogni volta più debole!

* A cura di G. Vaciago.

2) *L'Euro come strumento di integrazione.* Evitare il peggio è già qualcosa di utile! E abbiamo visto che grazie all'Euro l'Unione è diventata un'area di molto aumentata stabilità monetaria. Il problema che si pone, a questo punto, è quello di accertare la capacità dell'Euro di produrre un risultato ben più ambizioso: rendere necessario - e quindi provocare - un ulteriore progresso nella direzione dell'integrazione europea. Ciò richiede ovviamente che vi sia un supplemento di cooperazione tra i paesi europei anzitutto nel produrre regole che favoriscano la creazione di quell'unico mercato europeo sul quale si giustifica l'uso della stessa, comune, moneta. Ciò a sua volta favorirà la capacità dell'Europa di competere meglio con il resto del mondo, così ulteriormente sostenendo la crescita del reddito e dell'occupazione in Europa.

Dall'avvio dell'Euro - e quindi ormai da più di tre anni - si può dire che i 12 paesi abbiano fatto significativi progressi nel rispettare le condizioni che qualificano come "ottimale" un'area monetaria? A prima vista, si trovano più facilmente evidenze contrarie: se ricordiamo gli ostacoli che il Governo tedesco ha posto alla contendibilità del controllo societario in Germania, o i freni che il Governo francese ha posto alla mobilità del lavoro, si potrebbe dire che si è operato nella direzione di ridurre - e certo non di aumentare, come necessario - mobilità dei fattori e flessibilità delle strutture proprietarie. Dunque un'economia che non gode dei benefici della moneta comune, o che addirittura può trarne danno invece che vantaggio. Analogo discorso riguarda le riforme che portano all'integrazione del mercato finanziario e bancario. Da un lato, abbiamo improbabili disegni (anche di legge) che stravolgono le tradizionali strutture di vigilanza, come nel caso della Banca d'Italia. Dall'altro, non riusciamo ad armonizzare le relative norme nazionali per favorire il coordinamento delle rispettive Autorità. Mancando un "Sistema Europeo di Autorità di Vigilanza", non abbiamo neppure i soggetti che dovrebbero esservi sottoposti, cioè le banche europee. Se l'Euro deve servire a qualcosa, dovremmo aspettarci che anzitutto favorisca l'integrazione tra gli intermediari che concorrono a produrlo (le banche) e ancora tra quelli che più lo usano (tutti gli altri intermediari finanziari). Favorire questo processo aiuta a recuperare, a livello europeo, quella "sovranità" che altrimenti dalla moneta stenta ad estendersi alla finanza, che pure è ciò che conta nel mondo globale in cui viviamo.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

Lo scenario macroeconomico internazionale continua a rimanere caratterizzato da un'incertezza diffusa. L'economia americana dopo i tragici fatti dell'11 settembre ha registrato un andamento migliore rispetto a quanto originariamente previsto all'indomani dell'attacco terroristico (come mostrato anche dalla forte revisione al rialzo del dato di PIL per il IV trimestre); tuttavia il susseguirsi di buone e cattive notizie è tale da indurre a ritenere che la fase recessiva – iniziata, secondo la datazione degli esperti del NBER, nel marzo del 2001 – non sia ancora definitivamente conclusa. Alcuni segnali dimostrano che sia possibile una ripresa a partire dalla seconda metà dell'anno; altri invece lasciano intravedere il rischio di un *double-dip*, causato dalla fragilità della situazione patrimoniale di famiglie e imprese il cui debito eccede il reddito disponibile (un problema condiviso anche da Regno Unito e Germania). La regione europea continua ad attraversare una fase di lenta crescita su cui pesano le difficoltà ormai conclamate del paese più grande. La Germania infatti oltre a soffrire per uno scarso clima di fiducia – che solo negli ultimi tempi sta conoscendo un lento miglioramento – fronteggia una nuova fase di aumento della disoccupazione che si associa ad un consistente deterioramento dei conti pubblici, giunti a sfiorare un disavanzo in eccesso rispetto alla soglia critica del 3% stabilito dal Patto per la Stabilità e Crescita.

Notizie dal carattere altrettanto incerto provengono dalle altre due aree critiche già menzionate nello scorso numero di Osservatorio Monetario. Il Giappone non mostra segnali di ripresa e si avvia a registrare un ulteriore *downgrading* della qualità del proprio merito di credito, per via di un debito pubblico prossimo al 140% del PIL. La notizia del declassamento del *rating* giapponese ha destato non poche preoccupazioni tra gli addetti ai lavori per via delle possibili ripercussioni sulle quotazioni delle altre principali piazze finanziarie derivanti da una sorta di effetto contagio. Vi è infatti il timore che le istituzioni finanziarie giapponesi inneschino una ondata di vendite delle attività straniere in loro possesso (primariamente titoli del debito pubblico e privato americano) - al fine di ottenere la liquidità utile per ripianare le perdite sofferte sul

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

mercato domestico - provocando in tal modo un calo delle quotazioni anche su mercati distanti da Tokio. Infine, l'Argentina ha visto crollare dopo oltre 10 anni il *currency board* in conseguenza dell'onere della sopravvalutazione reale del peso e soprattutto degli elevatissimi tassi di interesse reali che rendevano insostenibile il servizio del debito estero. Come analizzato più a fondo in una sezione successiva, il rischio maggiore attualmente fronteggiato dal paese latino americano è rappresentato dalla possibilità che la crisi valutaria (iniziale svalutazione del 30% cui ha fatto seguito la libera fluttuazione della moneta argentina caratterizzata da un notevole deprezzamento) e finanziaria (dichiarazione di sospensione del pagamento degli interessi sul debito estero e di parziale *default*) evolva rapidamente in una crisi dell'intero sistema bancario, gravato da debiti in dollari e da attività ormai prive di valore. In tal caso ci si troverebbe di fronte all'ennesima "crisi gemella", che notoriamente provoca conseguenze intense e durature sull'economia colpita – come mostrato dalla recente storia economica di molti paesi emergenti che nel corso degli ultimi 10 anni hanno spesso fronteggiato crisi di natura sia bancaria che valutaria.

Nel complesso – come si evince dalle nuove previsioni di crescita diramate dal Fondo Monetario Internazionale (TAB. 1.1) alla fine dello scorso mese di dicembre – ci si attende una ulteriore decelerazione a livello internazionale.

TAB. 1.1 – Previsioni di crescita del PIL

Paese	Vecchie stime (pre 11/9/01)		Nuove stime (dic.2001)	
	2001	2002	2001	2002
Mondo	2,6	3,5	2,4	2,4
G7	1,2	1,9	1,0	0,6
USA	1,3	2,2	1,0	0,7
Giappone	-0,5	0,3	-0,4	-1,0
Germania	0,7	1,8	0,5	0,7
Francia	2,0	2,1	2,1	1,3
Italia	1,7	2,0	1,8	1,2
Regno Unito	2,1	2,4	2,3	1,8
Canada	2,0	2,2	1,4	0,8
EURO-12	1,8	2,2	1,5	1,2
Asia	5,8	6,1	5,6	5,6
America Latina	1,7	3,6	1,0	1,7
Argentina	-1,4	2,6	-2,7	-1,1

Fonte: Fondo Monetario Internazionale, dicembre 2001.

1.1 Segnali confusi dall'economia USA

Nello scorso mese di novembre il National Bureau for Economic Research (NBER) ha ufficialmente annunciato che nel marzo 2001 l'economia USA aveva terminato la lunga fase di espansione iniziata esattamente 10 anni prima. Benchè molti degli indicatori tradizionalmente utilizzati per la datazione della fase ciclica non fornissero indicazioni coerenti con tale diagnosi (non si erano ancora registrati due trimestri consecutivi caratterizzati da un tasso di variazione congiunturale del PIL negativo), il Comitato degli Esperti del NBER ha deciso di utilizzare un'interpretazione restrittiva dell'andamento ciclico. Concentrandosi sull'osservazione dell'andamento di produzione e occupazione, il NBER è arrivato a stabilire che la recessione era ormai in corso da più di 9 mesi. A partire da quel momento le informazioni diffuse sullo stato dell'economia americana hanno gettato scarsa luce sul quadro congiunturale.

I dati di PIL relativi al III trimestre - originariamente negativi - sono stati rivisti al rialzo. Analogamente il PIL nel corso del IV trimestre - che secondo una previsione di consenso avrebbe dovuto registrare un calo su base congiunturale dell'1% - ha conosciuto un incremento pari allo 0,2% (dato stagionalizzato e annualizzato) successivamente corretto all'1,4%, un dato che ha consentito di portare la crescita USA nel corso del 2001 all'1,2%. Tuttavia non va dimenticato che dietro questa crescita inattesa nell'ultimo trimestre vi è lo straordinario boom nella spesa per beni durevoli (+39,2% il tasso di variazione congiunturale annualizzato) che costituisce un evento occasionale, come provato dal fatto che molti dei beni acquistati venivano offerti a condizioni particolarmente vantaggiose con modalità di finanziamento pressochè uniche (l'esempio tipico è dato dalle vendite di auto). Una volta depurato il PIL dal contributo fornito dalla spesa anticipata e maggiorata per beni durevoli, la sua crescita sarebbe stata infatti negativa.

Ad ulteriore conferma della fragilità della crescita prodottasi nel IV trimestre è da considerare che l'aumento della spesa per beni durevoli e/o capitali è stato finanziato mediante ulteriore indebitamento di famiglie e imprese. Una situazione particolarmente preoccupante una volta considerato che il rapporto tra debito e reddito disponibile delle famiglie eccede già ampiamente il 100% e rende particolarmente incerta e fragile la dinamica dei consumi (nonostante

l'incremento del 5,4% annualizzato nell'ultimo trimestre del 2001). E' infatti opinione di molti che la pesante situazione debitoria delle famiglie USA incida ancora oggi sulle loro decisioni di consumo, peraltro sfavorite anche dal deterioramento del clima di fiducia - caduto in febbraio per la prima volta dopo il mese di ottobre 2001 secondo le elaborazioni fornite dall'Università del Michigan - che risente negativamente dello scandalo Enron, delle incertezze del mercato di Borsa e dell'ulteriore aumento della disoccupazione.

D'altro canto non vanno neppure sottovalutati i segnali di prossima ripresa sul fronte dell'attività industriale. In gennaio l'indice di produzione industriale è calato solo dello 0,1% - dopo il declino dello 0,3% registrato nel mese di dicembre - che costituisce il miglior dato registrato dallo scorso mese di luglio. Inoltre in dicembre - per il settimo mese consecutivo - i grossisti hanno ridotto le scorte (-0,6%, dato destagionalizzato annualizzato). La forte diminuzione delle scorte - calate nel IV e nel III trimestre rispettivamente per 120 e 62 mld. di dollari su base annua - lascerebbe presagire un incremento ormai prossimo della produzione, che secondo diversi analisti potrebbe aumentare durante il prossimo anno del 3,5%. Un giudizio corroborato anche dalle stime del *Department of Commerce* secondo cui gli ordini di beni durevoli sono aumentati in dicembre del 2% dopo il calo dello 0,6% registrato in novembre, mentre gli ordini per beni capitali hanno raggiunto il terzo incremento mensile consecutivo. Un segnale che lascerebbe intendere che la spesa per investimenti (che ha continuato a diminuire sino alla fine del 2001) sarebbe vicina all'inizio della ripresa. Infine non va sottovalutato l'andamento positivo della produttività che nel trimestre finale del 2001 è cresciuta del 3,6% su base congiunturale (+1,6% rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente). Un dato eccezionale considerando che solitamente durante le fasi recessive la produttività cala e che sembrerebbe confermare la ormai diversa (rispetto anche al recente passato) natura della economia americana, sempre più orientata all'utilizzo di beni dell'*Information e Communication Technology* (ICT) e che confermerebbe l'esistenza di un trend di crescita della produttività del lavoro stabilmente superiore al 2% annuo.

Nel complesso emerge dunque un quadro molto incerto caratterizzato dalla presenza di diversi segnali, spesso contrastanti tra di loro. A ulteriore dimostrazione di questa incertezza è da ricordare il mutevole andamento delle

aspettative rispetto all'andamento dei tassi e alla gestione della politica monetaria. Sino a poche settimane or sono il mercato scontava (come si poteva notare dalla inclinazione della curva dei rendimenti) la possibilità di un rialzo dei tassi a breve entro tempi rapidi. Tuttavia le più recenti indicazioni - riguardanti i prezzi all'ingrosso (in decisa diminuzione) e il grado di utilizzo della capacità produttiva (ancora molto lontana dai livelli considerati normali) - hanno reso improbabile - nel parere di molti operatori - una restrizione monetaria nel breve termine. Non va infatti dimenticato che i prezzi all'ingrosso - dopo essere calati nel corso del 2001 al tasso più rapido degli ultimi 50 anni - sono ulteriormente diminuiti del 2,6% in gennaio rispetto ai livelli di 12 mesi prima (e dello 0,1% rispetto al mese di dicembre); mentre la capacità produttiva rimane ancora inutilizzata per il 25% circa.

1.2 La recessione in Giappone

La congiuntura giapponese continua a essere caratterizzata da una domanda sempre più fiacca, da un PIL in diminuzione (nel III trimestre 2001 la variazione congiunturale annualizzata è stata negativa per due punti percentuali) e da un continuo processo deflazionistico.

I prezzi al consumo sono in continua discesa da più di 24 mesi. Su base annua l'indice dei prezzi è calato dello 0,3% nel 2000 e dell'1% nel 2001, nonostante una espansione della massa monetaria superiore al 16%. Contemporaneamente la deflazione sta colpendo con intensità crescente anche i prezzi delle attività finanziarie. L'indice Nikkei è giunto ai livelli minimi degli ultimi 18 anni; rispetto alle quotazioni dello scorso anno il calo è ormai superiore al 25%. La dimensione dell'*asset price deflation* è tale da indurre a ritenere che il settore bancario - già sofferente da lungo tempo per l'ingente quantità (circa 1.100 mld. di dollari) di prestiti di bassa qualità presenti nel suo portafoglio - sarà destinato a rimanere in una condizione di assoluta criticità ancora a lungo, per via del notevole possesso di azioni e di titoli del debito pubblico da parte delle banche stesse. Alcuni analisti non escludono la possibilità che, in assenza di una nuova operazione di *bail-out* congegnata dal governo - al fine di rilevare i prestiti ormai

diventati inesigibili - a sostegno delle banche, molte di queste saranno costrette a dichiarare lo stato di insolvenza alla fine dell'anno fiscale (31 marzo).

Ai problemi di natura domestica si aggiunge anche la debolezza della domanda mondiale, che ha provocato una consistente riduzione del surplus commerciale (-32% tra il 2001 e l'anno precedente soprattutto per via delle minori esportazioni di beni ICT e di macchinari elettrici).

Il combinato disposto di scarsa domanda aggregata e di prezzi calanti non fa che accentuare i problemi occupazionali e di mortalità delle imprese. Il tasso di disoccupazione ufficiale ha toccato il massimo raggiungendo il 5,6% della forza lavoro, mentre il numero di imprese che dichiarano bancarotta continua a crescere (quasi 20.000 solo nel corso del 2001).

Le prospettive per l'anno appena cominciato non sono delle migliori. In particolare ciò che desta maggiore preoccupazione è ancora una volta la situazione del sistema bancario e finanziario, su cui grava la possibile ulteriore riduzione del *rating* attribuito al debito pubblico giapponese. Come già anticipato nell'introduzione, il *downgrading* del debito giapponese può avere pesanti implicazioni non solo domestiche ma anche internazionali. Vi è infatti la possibilità che le istituzioni finanziarie nipponiche fronteggino il calo delle quotazioni dei titoli domestici da loro posseduti (naturale conseguenza della decisione presa dalle agenzie di *rating*) chiudendo posizioni lunghe aperte sui mercati esteri, e in modo particolare su quello americano, per recuperare liquidità. In tal caso si potrebbero venire a creare due importanti conseguenze a livello internazionale. La prima – già menzionata nell'introduzione – attiene alla possibilità che il massiccio *sell-off* sul mercato USA provochi un calo consistente delle quotazioni dei titoli USA. La seconda riguarda invece l'effetto sui tassi di cambio. Non va infatti esclusa la possibilità che queste operazioni di vendita costituiscano il momento di inizio di una "uscita" dal dollaro spesso prevista e mai materializzatasi negli ultimi anni, nonostante il valore sempre più elevato registrato dal disavanzo corrente e dal debito estero americano (rispettivamente pari al 4,5 e al 25% del PIL USA). Un evento non del tutto improbabile considerando che nel solo mese di gennaio gli investitori giapponesi hanno venduto 24 mld. di dollari di bonds esteri in loro possesso, la più grande vendita netta di titoli registrata negli ultimi 4 anni.

1.3 La lenta ripresa dell'Europa

La congiuntura europea è – per certi versi – simile a quella americana. Si intravedono segnali di ripresa unitamente ad elementi critici che non consentono di eliminare del tutto, anche all'interno del Vecchio Continente, la prospettiva di un *double dip* legato alla fragilità dei consumi, soprattutto all'interno dell'economia tedesca.

Sul fronte delle notizie positive è da registrare il terzo incremento consecutivo dell'indice dei Responsabili degli Uffici Acquisti del comparto industriale. In termini aggregati l'indice aumenta in gennaio da 44,1 a 46,2. Tuttavia è importante sottolineare che il dato a livello europeo nasconde delle consistenti difformità a livello nazionale. Mentre l'indice italiano e spagnolo aumentano fortemente, quello francese conosce un incremento più contenuto e l'indicatore tedesco rimane sostanzialmente stagnante. Indicazioni analoghe provengono dallo stesso indice calcolato con specifico riferimento al settore dei servizi. Nel complesso l'indice composito (servizi+industria) registra un buon incremento tra dicembre e gennaio, che va al di là delle aspettative degli operatori. Buone notizie provengono anche dal computo del super-indice della fiducia di famiglie e imprese elaborato dalla Commissione Europea, che dopo essere sistematicamente peggiorato durante tutto l'anno scorso, nel mese di gennaio ha registrato un incremento, che tuttavia non riporta il livello della fiducia sui livelli antecedenti lo scorso 11 settembre.

Nonostante il miglioramento del clima di fiducia, permane una situazione di debolezza. Secondo la Commissione Europea, nel corso del I trimestre del 2002 il PIL potrebbe realizzare una crescita - su base congiunturale - compresa tra lo 0,1 e lo 0,4%; un risultato non particolarmente positivo, visto il basso livello dell'attività economica registrato nel IV trimestre dello scorso anno, quando l'economia europea ha probabilmente toccato un punto di minimo relativo (con una caduta del PIL dello 0,5% rispetto al trimestre precedente). Anche i dati di produzione industriale confermerebbero tale diagnosi. Nel corso di dicembre l'indice di produzione industriale ha conosciuto – rispetto al dicembre dell'anno precedente – una diminuzione di 4,1 punti percentuali, mostrando al tempo stesso un incremento su base congiunturale – il primo dal mese di agosto – dello 0,8%.

Sulle previsioni della Commissione pesano ovviamente le difficoltà tedesche. In modo particolare il settore manifatturiero sembra soffrire ancora molto per via della debolezza della domanda mondiale. La disoccupazione ha superato i 4 milioni, il livello più elevato degli ultimi due anni, dopo aver registrato in gennaio il più forte incremento mensile degli ultimi 5 anni. Nel IV trimestre il PIL è diminuito dello 0,25% rispetto al trimestre precedente secondo le prime stime fornite dalla Bundesbank. Le previsioni per il I trimestre sono negative, al punto che lo stesso Governo tedesco ha recentemente rivisto al ribasso le stime di crescita per il 2002, portandole da 1,25 allo 0,75%. La scarsa crescita tedesca – oltre a condizionare la performance complessiva dell'area Euro – non aiuta la risoluzione dei problemi di finanza pubblica. Il deficit rapportato al PIL è ormai prossimo al 2,7%, un valore molto vicino alla soglia critica del 3% prevista dal Patto per la Stabilità e la Crescita, oltre la quale verrebbero comminate delle sanzioni (in prima battuta sotto forma di depositi infruttiferi). Sul versante opposto vi sono invece le performance dei paesi più piccoli, la cui crescita sembra trainata dalle esportazioni come nel caso dell'Irlanda e dell'Olanda, i cui indici di produzione industriale sono aumentati rispettivamente dell'11,6 e del 3,2% tra dicembre e novembre. In una posizione intermedia si pongono Spagna e Francia. Il paese iberico è cresciuto dello 0,5% nel III trimestre (+2,4% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) beneficiando di una ripresa della domanda interna. In Francia - nonostante il recente incremento del numero di persone in cerca di lavoro (+0,5% tra dicembre e novembre) e l'invarianza del tasso di disoccupazione (vicino al 9%) - gli indici di fiducia e quelli della produzione industriale esprimono delle tendenze positive, che dovrebbero trovare conferma in una buona crescita del PIL attesa per il IV trimestre dell'anno scorso.

Anche l'andamento dell'inflazione media nell'Area Euro riflette diverse tendenze emerse a livello nazionale. In Belgio l'ultimo dato rilevato in gennaio mostra un'inflazione tendenziale pari al 2,9%, molto più alta della crescita dell'indice dei prezzi tedesco passato dall'1,7 al 2,1% (+0,9% su base congiunturale). Nel complesso all'interno dell'Area Euro l'inflazione tocca un picco in gennaio, facendo registrare un tasso medio pari al 2,5% che segue l'aumento del 2,1% di dicembre e che in parte risente del contributo dovuto al processo di EURO *changeover* (stimato nell'ordine dello 0,2-0,3%).

Tuttavia in occasione dell'ultimo meeting (svoltosi lo scorso 7 febbraio) la BCE non ha ritenuto opportuno modificare il proprio *stance* di politica monetaria, in quanto ha ritenuto che l'attuale livello dei tassi ufficiali sia compatibile con il perseguimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo, nonostante la forte crescita dell'aggregato monetario M3 nell'ultimo trimestre del 2001 (+7,8%).

1.4 La crisi argentina

La crisi argentina ha colpito il grande pubblico al momento della deflagrazione (dicembre 2001) - attraverso le immagini e i resoconti delle manifestazioni, dei disordini e dei morti negli scontri tra manifestanti e polizia (27 in pochi giorni) diffusi dai *media* - ma era già in incubazione da mesi. Non si può certo dire che mancassero segnali premonitori della crisi che sarebbe poi scoppiata in modo così eclatante né che gli "addetti ai lavori" - analisti congiunturali e operatori dei mercati finanziari - non fossero consapevoli dei rischi. Sotto diversi profili, infatti, lo scenario macroeconomico argentino si configurava da tempo come "insostenibile" e foriero di una crisi.

Nel corso del 2001, l'amministrazione del radicale Fernando de la Rúa si è trovata in difficoltà nel controllo della finanza pubblica e nel reperimento delle risorse necessarie a far fronte al servizio del debito estero.¹ Nello stesso periodo si verificavano consistenti deflussi di capitale e massicci prelievi dai depositi in dollari da parte dei correntisti di maggiori dimensioni.² Il presidente argentino ha quindi richiamato in servizio come ministro del Tesoro Domingo Cavallo, artefice della riforma monetaria (basata sulla parità fissa tra peso e dollaro e sull'istituzione di un *currency board*) introdotta nel 1991 sotto la presidenza del peronista Menem. Cavallo ha adottato misure intese a sfruttare i margini del regime di cambio istituito con la legge di convertibilità per migliorare la competitività delle merci argentine³ e ha avviato un lungo e tortuoso processo di

¹ Il debito pubblico argentino è quasi interamente denominato in valuta straniera. Il debito estero era di circa 130 miliardi di dollari al dicembre 2001.

² Nel corso del 2001, tra gennaio e dicembre, le riserve valutarie della banca centrale argentina si sono ridotte del 60% circa, da 25 a 14 miliardi di dollari. I depositi in dollari e pesos sono diminuiti di 19 miliardi di dollari con una contrazione di quasi un quarto nel giro di sei mesi.

³ La nuova "legge per la competitività" ha introdotto, accanto a misure di ulteriore deregolamentazione del mercato dei beni, anche tariffe sulle importazioni dei beni finali e una tassazione sulle transazioni finanziarie. Inoltre Cavallo ha proposto di riformare la legge di convertibilità in modo

contrattazione con il FMI per ottenere prestiti al fine di evitare l'interruzione del servizio del debito estero. Il Fondo ha alternato rassicurazioni formali di sostegno agli sforzi di Cavallo e docce fredde, fornendo finanziamenti non irrilevanti ma insufficienti a scongiurare la crisi.⁴ Poco prima di Natale, pertanto, l'Argentina ha interrotto il servizio del debito estero in scadenza. Cavallo ha inoltre introdotto misure intese a riequilibrare la finanza pubblica e a evitare una "corsa agli sportelli", in particolare il *corralito*, ossia un tetto ai prelievi dai depositi bancari.⁵ Questa misura è risultata particolarmente invisa a gran parte della popolazione e ha scatenato le proteste di piazza culminate nella morte di numerosi manifestanti. Cavallo e de la Rúa hanno dato le dimissioni e si è aperta una crisi politica che ha visto succedersi diversi presidenti nel giro di poche settimane. L'attuale presidente peronista Duhalde ha dapprima svalutato il peso – ufficialmente del 30% – e quindi lasciato fluttuare liberamente il tasso di cambio.

Nel seguito vengono descritte le ragioni più recenti della crisi (nel paragrafo 1.4.1), le scelte di politica economica degli anni '90 (paragrafo 1.4.2) e la natura e le vicende del *currency board* argentino (nel paragrafo 1.4.3). Passeremo quindi brevemente in rassegna, nel paragrafo 1.4.4, i costi e benefici delle opzioni di politica monetaria e valutaria presenti nel dibattito e, nel paragrafo 1.4.5, gli accadimenti più recenti, successivi alla decisione di reintrodurre un regime di libera fluttuazione per il peso.

da ancorare il peso oltre che al dollaro anche all'euro una volta che il tasso di cambio euro-dollaro abbia raggiunto la parità.

⁴ Il FMI ha erogato al governo argentino 40 miliardi di dollari nel dicembre 2000 e 8 miliardi di dollari nell'agosto del 2001. Si può legittimamente pensare che il Fondo abbia "due pesi e due misure" a seconda dell'interlocutore, risentendo in misura non trascurabile del cambiamento di opinioni dell'Amministrazione americana. E' vero, come scrive Stiglitz, che prima del G8 c'è il G1 ossia gli USA ma è anche vero che il Washington Consensus non è monolitico e presenta delle sfumature non trascurabili a seconda dell'Amministrazione statunitense in carica. E' evidente, ad esempio, che il comportamento del G1 sotto l'amministrazione Clinton e di riflesso l'atteggiamento del Fondo nei confronti del Messico durante e dopo la crisi del 1994-95 o della Russia nel corso della crisi del 1998 è stato ben diverso – ossia decisamente più accomodante – del comportamento dell'amministrazione Bush verso l'Argentina. Probabilmente, accanto alle differenze di *vision* del ruolo americano nel mondo hanno contato anche ragioni di prossimità geografica (nel caso del Messico) e di importanza geo-politica (nel caso della Russia) che non sono state particolarmente sentite nel caso dell'Argentina.

⁵ Ciascun correntista non può ritirare più di 250 pesos o dollari alla settimana. Siccome i grandi correntisti avevano già ritirato i loro depositi, si calcola che l'80% dei depositi rimasti nel sistema bancario all'atto dell'imposizione del *corralito* fosse inferiore ai 20 mila dollari (o pesos). Pertanto il *corralito* ha finito per colpire la fascia meno abbiente del ceto medio.

1.4.1 Le cause recenti della crisi

Le cause immediate della crisi argentina si possono individuare nella depressione in cui è caduta l'economia sul finire degli anni '90. Il tasso di variazione percentuale del PIL è risultato negativo per 3 anni di seguito (vedi la TAB. 1.2). Tra il 1999 e il 2001, il PIL è diminuito di oltre il 6%. Il tasso di disoccupazione ufficiale è salito al 18% nel corso del 2001, con un aumento di 5 punti percentuali nel giro di tre anni. Si stima peraltro che il tasso di disoccupazione effettivo si situi oltre il 30%, una percentuale cioè da Grande Depressione. A questi indicatori di carattere squisitamente macroeconomico si affiancano alcuni "sintomi" di disagio socio-economico allarmanti: una percentuale crescente della popolazione è caduta infatti al di sotto della soglia di povertà. Trent'anni fa, nel 1970, la quota della popolazione argentina al di sotto della soglia della povertà era il 10%. Nel 2000 tale quota era salita al 40% circa. Si tratta spesso di lavoratori dipendenti che hanno perso il lavoro a causa della recessione. La stessa "classe media" argentina, tuttavia, ha subito un sostanziale depauperamento. I *cacerolazos* che contraddistinguono pittorescamente le manifestazioni di piazza in Argentina ricordano le analoghe proteste inscenate dal ceto medio cileno durante la presidenza Allende. Il reddito pro-capite, sempre in TAB. 1.2, è diminuito del 4% circa nel giro di tre anni.

TAB. 1.2 - Indicatori congiunturali dell'economia argentina 1999-2001

	1999	2000	2001*
Variazione % PIL	-3,4	-0,5	-2,5
Reddito pro-capite**	7.744	7.690	7.460
Inflazione	-1,2	-0,9	-0,7
Tasso disoccupazione	13,0	14,6	18,0
Saldo bilancio pubblico***	-2,6	-2,8	-2,2
Saldo partite correnti***	-4,2	-3,1	-2,6

Note: (*) pre-consuntivo; (**) in dollari USA; (***) in % del PIL.

Perché si è prodotta una simile recessione e perché non se ne è usciti? La visione di consenso su questo tema punta il dito sul regime di cambio fisso (1 peso per dollaro) introdotto con la Legge di convertibilità del 1991. Questo regime di cambio ha esposto l'economia argentina ad uno *shock* negativo dovuto alle conseguenze della crisi brasiliana del 1999 e al deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro nel 1999-2000. Per effetto della crisi brasiliana, infatti, il *real* brasiliano si è deprezzato consistentemente rispetto al dollaro (40% nel giro di un

mese nel gennaio 1999) e quindi rispetto al peso argentino. Pertanto le merci argentine hanno perso competitività rispetto a quelle brasiliane. Il consistente deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro nel corso del 1999 si è tradotto poi in un apprezzamento corrispondente del peso rispetto alle valute europee contribuendo alla perdita di competitività delle merci argentine.

L'interscambio con il Brasile rappresenta ben il 30 % del commercio estero argentino. Un ulteriore 20% del commercio estero argentino avviene con i paesi dell'Unione europea. Il saldo della bilancia commerciale, pertanto, è diventato fortemente negativo, comportando una riduzione della domanda estera netta rivolta alle imprese argentine. Nella TAB. 1.2 è riportato il saldo delle partite correnti, che comprende il saldo della bilancia commerciale e quello delle partite invisibili, principalmente pagamento di interessi sul debito estero. Il saldo delle partite correnti in percentuale del PIL è negativo su tutto l'orizzonte temporale considerato. Vale la pena ricordare che un saldo durevolmente negativo delle partite correnti è un segnale premonitore ricorrente in tutte le crisi valutarie degli anni 90. Per quasi tutto il decennio, l'afflusso netto di capitali ha compensato il deficit delle partite correnti mascherandone gli effetti sulla bilancia dei pagamenti e allontanando i rischi di una svalutazione: un fenomeno che ricorda l'“effetto nirvana” di cui ha beneficiato la lira nel periodo dello “SME rigido” (1987-92).

La domanda interna non poteva assumere un ruolo di traino sostitutivo della domanda estera netta. Né i consumi delle famiglie né gli investimenti delle imprese potevano crescere a tassi sufficienti a neutralizzare gli esiti penalizzanti sul reddito aggregato della contrazione della domanda estera netta. Sui consumi pesavano la contrazione della massa salariale dovuta alla disoccupazione crescente e la riduzione del reddito disponibile. Gli investimenti erano invece colpiti dall'assenza di serie prospettive di ripresa: il tasso di investimento – ossia il rapporto tra investimenti fissi lordi e PIL – è sceso dal 18% al 16% tra il 1999 e il 2001.

RIQUADRO n. 1 – Argentina e Barings: una crisi internazionale del XIX secolo

L'Argentina vive una profonda crisi finanziaria, con notevoli ripercussioni a livello internazionale sul finire del XIX secolo. L'Argentina (e con essa l'Uruguay) in quegli anni è il maggior ricettore di capitali esteri (soprattutto inglesi) insieme all'Australia. Si manifesta infatti un vero e proprio *lending boom* dal Regno Unito verso l'America Latina, che perdura per tutti gli anni '80. Le Banche Provinciali Argentine che costituiscono il braccio finanziario dei Governi delle Province Argentine riescono – nonostante la pessima reputazione di cui godono presso la comunità finanziaria internazionale – a raccogliere ingenti quantitativi di capitale straniero per finanziare soprattutto la costruzione della rete ferroviaria del paese. I massicci afflussi di capitale estero consentono anche un forte incremento dei consumi, come dimostrato dal calo del 20% dei risparmi, e la creazione di una vera e propria bolla nel settore immobiliare. Alla fine degli anni '80 la bolla scoppia. Il Banco de la Nacion - una delle due Banche Nazionali argentine - non è in grado di far fronte ai suoi impegni scatenando un *bank-run* nazionale. Lo stesso Governo argentino risulta incapace di far fronte ai propri impegni. La crisi si riverbera rapidamente su Londra quando la House of Barings dichiara lo stato di insolvenza causato da eccessivi finanziamenti (improduttivi) a vantaggio della Compagnia degli Acquedotti di Buenos Aires nel 1890. Nonostante il tentativo di salvataggio organizzato dalla Bank of England la crisi non si arresta e conduce a una drastica riduzione dei prestiti erogati all'Argentina, Uruguay e Brasile. Il *capital reversal* ha un impatto devastante. Crollano l'attività industriale e il prodotto interno lordo: quando la crisi scoppia nel 1890 l'*output* cala del 17% rispetto alla crescita media dei 5 anni precedenti e del 24 rispetto all'anno precedente lo scoppio della crisi. Nel giro di pochi anni (1893) la crisi arriva a colpire anche gli USA e l'Australia.

In verità, la recessione ha attivato il consueto meccanismo di stabilizzazione automatica basato sull'ampliamento del deficit pubblico: a fronte di un aumento della disoccupazione e di una diminuzione del reddito aggregato, si sono verificati un aumento della spesa pubblica e una diminuzione delle entrate fiscali. L'aumento del deficit pubblico ha solo in parte compensato la caduta delle esportazioni ed ha innescato aspettative negative sulla solidità della finanza pubblica argentina. In realtà il deficit pubblico è di dimensioni non eccessive in percentuale del PIL, come evidenziato nella TAB. 1.2. Tuttavia, la finanza pubblica argentina soffre di seri problemi di coordinamento tra governo federale - tendenzialmente più rigoroso - e amministrazioni provinciali - più attente alle esigenze locali e tendenzialmente più accomodanti da sempre (come ricordato nel Riquadro n. 1 che riepiloga i tratti caratteristici della crisi argentina del 1890).

In queste condizioni, escludendo un deprezzamento della moneta USA rispetto alle valute dei mercati di sbocco delle merci argentine, l'unica speranza di recupero della competitività era una maggior flessibilità del salario o un aumento della produttività del lavoro – in modo da indurre un deprezzamento del cambio reale del peso a parità di cambio nominale – ovvero un cambiamento del mix settoriale dell'interscambio, al fine di migliorare la competitività non di prezzo delle merci argentine. Su nessuno di questi fronti si è registrato un sostanziale progresso.

Gli operatori dei mercati finanziari vedevano quindi accrescersi il debito pubblico ed estero e contemporaneamente assottigliarsi l'afflusso di valuta per il servizio del debito estero (per effetto della crisi delle partite correnti). Vista da questa particolare angolatura, la situazione risultava “insostenibile” anche per gli operatori dei mercati finanziari e per gli investitori esteri. Il rischio di un abbandono della parità si faceva consistente (nonostante il *currency board*) e i tassi interni salivano per l'ampliamento del deficit pubblico e, soprattutto, per il rischio di cambio (*currency risk*). Il tasso di interesse sui titoli argentini registrava, al culmine della crisi, un differenziale con i corrispondenti tassi USA del 40%, anche per l'effetto di trascinamento del *currency risk* sul *country risk* (Riquadro n. 2). Naturalmente, ciò acuiva le difficoltà congiunturali reali e non era sufficiente a evitare il deflusso di capitali. In queste condizioni, ovviamente, le aspettative di svalutazione si auto-realizzano. Il cocktail di fattori macroeconomici che segnalano l'imminenza di una crisi valutaria era pronto.

RIQUADRO n. 2 - *Country risk* e *currency risk*

Come in occasione di diversi episodi di crisi che hanno investito in passato le cosiddette economie emergenti (come nel caso del Messico nel 1994-95), anche in questa si è venuta a manifestare una notevole correlazione tra i due tipi di rischio. Quando il mercato inizia a esprimere aspettative di deprezzamento (maggiore *currency risk*), nel giro di poche settimane si manifesta anche l'incremento del *country-risk*, in quanto la presenza di un notevole debito estero denominato in dollari fa sì che l'eventuale deprezzamento del cambio influenzi negativamente la possibilità per lo Stato sovrano di onorare i propri impegni. Il mercato percepisce questa possibilità rivedendo al ribasso il giudizio sull'affidabilità dello Stato Sovrano: il *country risk* aumenta, provocando un ulteriore ampliamento dello *spread* calcolato rispetto ai titoli considerati privi di rischio, come i Treasuries USA.

1.4.2 Un breve excursus storico

In un certo senso, il regime di cambio fisso gioca un ruolo cruciale in tutta la vicenda. Esso venne istituito con la legge di convertibilità, introdotta nel 1991 da Domingo Cavallo sotto la presidenza del peronista Menem, fissando il tasso di cambio del peso 1 a 1 col dollaro. L'Argentina portava dunque alle estreme conseguenze l'opzione del cambio fisso (in funzione di lotta all'iperinflazione) al fine di renderlo massimamente credibile. Nessun *crawling peg* alla brasiliana, né un regime di cambi fissi ma aggiustabili (*adjustable peg*) come lo SME, ma un cambio fisso puro, da manuale. Inoltre venne istituito un *currency board*, su cui torneremo nella prossima sezione, che rendeva molto vincolante e in un certo senso garantita la scelta del cambio fisso. Inoltre una serie di privatizzazioni e dismissioni di proprietà pubbliche consentì di riequilibrare la finanza pubblica. Sia sul versante della politica monetaria che su quello della politica fiscale, quindi, venivano ricostituite condizioni "ideali" dal punto di vista del cosiddetto *Washington Consensus*. L'Argentina di Menem e il Messico di Salinas divennero le nazioni predilette dell'*establishment* economico e finanziario internazionale, più dello stesso Cile la cui ritrosia nella liberalizzazione dei movimenti di capitale era ed è vista con sospetto.

L'esperimento ebbe successo: il tasso di inflazione scese dal 5000% del 1989 al 5% del 1994. I tassi di crescita del PIL dei primi anni novanta furono notevoli e per certi versi strabilianti. Tra il 1991 e il 1994, il tasso di crescita medio annuo si collocò mediamente attorno al 10%. Si posero così le premesse per un massiccio afflusso di capitali dal resto del mondo industrializzato, Stati Uniti ed Unione Europea in particolare. Il debito pubblico venne collocato prevalentemente all'estero. Poi vennero le crisi della seconda metà degli anni novanta. In rapida successione: Messico (1994-95), Far East (1997), Russia (1998). Gli *spillover* delle crisi sull'economia argentina assunsero le sembianze consuete: deflussi di capitale, tensioni sul cambio, ampliamento del differenziale di tasso d'interesse, dissesto del sistema finanziario. Nel solo 1995 a seguito della crisi messicana, l'Argentina registrò un deflusso di capitali per 6 miliardi di dollari. Il regime di cambio fisso, tuttavia, resse bene all'urto grazie alla ristrutturazione del sistema bancario e a una politica fiscale più restrittiva. L'altra faccia della medaglia fu la recessione del 1995. Le altre crisi furono fronteggiate e superate con un analogo armamentario. Verso la fine degli anni '90, dopo la

delusione subita ad opera del Messico di Salinas, l'Argentina era rimasta l'unica nazione dell'America Latina prediletta dai mercati finanziari impegnati di *Washington Consensus*.

Si noti tuttavia che fino al 1999 anche il real brasiliano era agganciato al dollaro, sebbene con un meccanismo di cambio decisamente più flessibile di quello argentino. Quando l'onda lunga della crisi russa raggiunse il Brasile e le autorità brasiliane abbandonarono il *peg* col dollaro, lasciando che il real si deprezzasse del 40% nel giro di poco più di un mese, l'industria esportatrice argentina venne messa sotto pressione e si verificò un boom delle importazioni senza precedenti. Il cambio fisso, sopravvissuto alla crisi messicana, ha retto all'urto della crisi brasiliana.

1.4.3 Il *currency board* argentino: natura e vicende

Una banca centrale adotta un regime di *currency board* quando si impegna a convertire la base monetaria (denominata in moneta nazionale) in una valuta straniera (*reserve currency*) ad un tasso di cambio irrevocabilmente fisso *on demand* ossia senza limitazioni. Pertanto il *currency board* deve detenere riserve valutarie (nella valuta di riserva) per un ammontare pari al 100% della base monetaria. In un regime di *currency board* la base monetaria può essere accresciuta solo nella misura in cui la banca centrale accumula riserve valutarie sufficienti a garantire la convertibilità, una condizione soddisfatta quando si registra un surplus della bilancia dei pagamenti. In linea di principio, in regime di *currency board* la Banca Centrale rinuncia quindi a creare o distruggere base monetaria attraverso i canali interni (operazioni di mercato aperto, finanziamento del deficit del settore pubblico, rifinanziamento del sistema bancario)⁶ e di fatto rinuncia a gestire la politica monetaria in modo discrezionale, nello stesso senso in cui vi rinunciava una banca centrale rispettosa delle “regole del gioco” in regime di *gold standard*⁷.

Una simile impostazione di politica monetaria ha alcuni vantaggi:

⁶ Nella realtà si assiste talvolta a *currency board* che si comportano in modo perlomeno “irrituale” in circostanze anomale: si pensi al caso del *currency board* di Hong Kong che ha acquistato azioni sul mercato interno per evitare un crollo della borsa durante la crisi del Far East.

⁷ In *gold standard* i tassi di cambio sono necessariamente fissi, essendo determinati dalla quantità di metallo “fino” incorporato nelle monete. La Banca Centrale segue le “regole del gioco” quando lascia che il saldo della bilancia dei pagamenti si rifletta integralmente in una variazione dello stesso segno della moneta in circolazione e non adotta pertanto nessuna misura di sterilizzazione.

- le autorità monetarie si rendono completamente indipendenti dalle autorità politiche e dai responsabili della politica fiscale. Un eventuale deficit di bilancio del settore pubblico non può essere monetizzato, un risultato non piccolo per regioni come l'America Latina e la Russia in cui la monetizzazione "forzosa" del deficit è un problema particolarmente acuto⁸;

- il *currency board* riproduce il comportamento ideale delle autorità monetarie che seguono le "regole del gioco" in un regime di *gold standard*: la quantità di moneta in circolazione si espande quando la bilancia dei pagamenti registra un surplus, si contrae in presenza di un deficit. Si genera quindi un meccanismo di stabilizzazione automatica dello squilibrio esterno: un avanzo di bilancia dei pagamenti comporta un aumento della moneta e quindi un aumento dei prezzi interni che riduce la competitività del paese e induce un riequilibrio della bilancia dei pagamenti via peggioramento del saldo di bilancia commerciale. Il riequilibrio si manifesta attraverso una diminuzione della quantità di moneta;

- con il *currency board*, la scelta del regime di cambio fisso risulta più credibile perché la banca centrale rinuncia formalmente alla manovra della base monetaria che potrebbe mettere in pericolo la fissità del cambio. Non può, ad esempio, espandere la moneta quando la bilancia dei pagamenti è in deficit, il che avrebbe l'effetto di rendere meno sostenibile il cambio fisso e creerebbe aspettative di svalutazione.

Tuttavia ci sono diversi problemi. In primo luogo, se l'avanzo di bilancia dei pagamenti è il frutto di un avanzo del saldo dei movimenti di capitale, che si associa a un deficit della bilancia commerciale di ammontare minore (in valore assoluto), allora seguire le "regole del gioco" può comportare un ulteriore peggioramento del saldo della bilancia commerciale. Poiché il saldo della bilancia commerciale in termini reali coincide con la domanda estera netta, ciò può indurre una contrazione non trascurabile della domanda estera netta. Se la domanda

⁸ In America Latina e in Russia, lo Stato, per le enormi difficoltà a raccogliere le imposte, ha una propensione a generare deficit del bilancio pubblico e difficoltà a collocare titoli del debito pubblico, per le dimensioni limitate del mercato finanziario interno. Il finanziamento del deficit, in condizioni di mercati finanziari relativamente chiusi, quindi, può avvenire solo con la *monetizzazione* che può implicare una forma di sudditanza delle autorità monetarie a quelle fiscali. In una condizione di apertura dei mercati finanziari, il deficit pubblico può essere finanziato collocando i titoli del debito pubblico presso investitori stranieri. Nel primo caso il paese si espone al rischio di inflazione, nel secondo il paese si espone al rischio di un improvviso cambiamento di direzione dei movimenti di capitale e quindi di una crisi valutaria.

interna non è vivace, la riduzione della domanda estera netta può invertire il segno della congiuntura. In ultima analisi, può essere rilevante stabilire l'origine dell'eventuale avanzo di bilancia dei pagamenti (movimenti di capitale o partite correnti) perché il meccanismo di riequilibrio può in realtà risultare destabilizzante.⁹

In secondo luogo, l'offerta di liquidità generata dal *currency board* può essere insufficiente a finanziare l'attività produttiva corrente. Un eventuale eccesso di domanda di liquidità rispetto all'offerta generata dal *currency board* può dar luogo alla creazione "endogena" di mezzi di pagamento.

Infine, come l'esperienza argentina ha dimostrato, il *currency board* non ha credibilità assoluta: sebbene più difficile, non è impossibile, per una autorità monetaria messa alle strette, adottare una politica monetaria espansiva e mettere quindi in crisi il regime di cambio fisso. Certamente, ciò richiede l'abbandono del *currency board*, il che è meno facile che una rinuncia alla parità centrale e un riallineamento in regime di *adjustable peg*, ma è tutt'altro che impossibile, come i mercati finanziari sanno e hanno sperimentato. In altri termini, in un regime di *currency board* l'impegno a mantenere il cambio fisso è più credibile (perché i costi di reputazione connessi ad un suo abbandono sono più alti) ma non è credibile in senso assoluto, in quanto non si può mai escludere un ritorno alla fluttuazione.

Un regime di *currency board* non implica necessariamente la convertibilità completa in valuta straniera (dollari nel nostro caso) dei depositi in moneta nazionale. In altri termini, il *currency board* di per sé non fornisce una garanzia che anche i depositi in moneta nazionale siano "coperti" completamente dalle riserve valutarie della banca centrale. Questo tipo di struttura istituzionale non elimina quindi il rischio di una corsa agli sportelli. Ricordiamo che la moneta in circolazione è composta da moneta esterna (base monetaria) sotto il controllo della banca centrale e moneta interna (depositi) creati dal sistema bancario. La variazione della base monetaria coincide, in un sistema di *currency board*, con il saldo della bilancia dei pagamenti e quindi con la variazione delle riserve valutarie della banca centrale. La variazione dei depositi, invece, è un multiplo della variazione della base monetaria dato dal prodotto della variazione della base

⁹ Nel meccanismo di *price-specie-flow* originariamente proposto, questo problema non si poneva perché venivano trascurate le transazioni finanziarie e il saldo della bilancia dei pagamenti finiva in pratica per coincidere con il saldo della bilancia commerciale.

monetaria per il moltiplicatore dei depositi. Se questo moltiplicatore è relativamente grande, ci può essere una creazione di moneta interna rilevante. L'impegno a convertire i depositi denominati in moneta nazionale in valuta estera (nel nostro caso dollari) quindi, può essere difficile per il sistema bancario. Solo se il moltiplicatore è prossimo a uno, ossia se praticamente non c'è creazione di moneta interna, il *currency board* assicura la copertura completa in dollari della circolazione monetaria in valuta nazionale. Ma se vi è creazione di moneta interna – come è nella grande maggioranza dei casi – l'impegno a convertire i depositi denominati in moneta nazionale in valuta estera quindi, può essere particolarmente oneroso e addirittura insostenibile.

Gli eventi argentini. In prossimità della crisi, in Argentina, c'è stata una massiccia corsa al ritiro dei depositi e alla loro conversione in dollari. La corsa al ritiro dei depositi, di per sé disastrosa rispetto al funzionamento ordinato del sistema dei pagamenti, non avrebbe implicato una fuga di capitali dal paese se non si fosse accompagnata alla conversione in dollari (convertendo in dollari un deposito in pesos, un residente argentino dà luogo ad un deflusso di capitali). La corsa agli sportelli, quindi, ha determinato una crisi del saldo dei movimenti di capitale della bilancia dei pagamenti e una forte pressione sulle riserve valutarie: un evento che può essere limitato nelle sue dimensioni e implicazioni solo mediante misure volte a imporre un razionamento della conversione dei depositi in circolante (che di fatto bloccano la corsa agli sportelli e la fuga dei capitali) come il *corralito*.

1.4.4 Le due alternative: *devaluation* o *dollarization*

Una volta scoppiata la crisi si è aperto un dibattito sul “che fare”. Con riferimento al regime di cambio, si è affermata la scelta tra le cosiddette due “d”: *devaluation* o *dollarization*. La scelta della svalutazione ed eventualmente di un regime di cambi flessibili è in linea con quanto successo nella quasi totalità dei paesi colpiti dalla crisi nel corso degli anni novanta: il Messico nel '94-'95, il Far East nel 1997, la Russia nel 1998 e il Brasile nel 1999. Naturalmente, in presenza di una svalutazione non avrebbe senso mantenere il *currency board*. Abbandonato il cambio fisso, si recide il legame che unisce saldo della bilancia dei pagamenti e offerta di base monetaria: il deficit della bilancia dei pagamenti dà luogo ad un deprezzamento e non si ripercuote sull'ammontare delle riserve valutarie in

portafoglio alla banca centrale. In linea di principio, la banca centrale recupera margini di manovra per una politica monetaria più attenta alle ragioni della crescita e della lotta alla disoccupazione.¹⁰

La svalutazione ha l'ovvia conseguenza di alleviare le ferite sociali inflitte dal cambio fisso: il paese che svaluta recupera competitività e per questa via domanda estera con effetti potenzialmente benefici sul livello di reddito e sul tasso di disoccupazione. D'altro canto, la svalutazione potrebbe comportare un incremento dell'inflazione importata. Questo secondo effetto, che è ovviamente molto temuto, può essere più o meno rilevante a seconda del grado di dipendenza dalle materie prime importate e del grado di indicizzazione salariale.

Non meno rilevanti, tuttavia, sono le conseguenze reali della svalutazione indotte dal fatto che il debito pubblico (e, in larga misura, privato) è denominato quasi completamente in valuta straniera. Ovviamente, coloro che si sono indebitati in dollari, a cominciare dal settore pubblico, vanno incontro a un incremento rilevante dell'onere del debito stesso misurato in pesos. Ciò grava sui bilanci e potrebbe dar luogo a massicci fenomeni di *default* con conseguenze rilevanti sull'output aggregato.

Per quanto riguarda i tassi di interesse, una svalutazione immediata e massiccia potrebbe azzerare le aspettative di deprezzamento ulteriore e chiudere il *gap* tra tassi interni e tassi esteri, che solitamente si amplia notevolmente in prossimità della crisi. Naturalmente, come si è detto, l'abbandono del cambio fisso "slega le mani" della Banca Centrale e consente a quest'ultima, in linea di principio, di perseguire una linea di accomodamento monetario invisai ai mercati finanziari perché considerata foriera di ulteriori svalutazioni. Per questa via si potrebbero generare aspettative di ulteriori svalutazioni in futuro e si potrebbe quindi riaprire il differenziale.

In alternativa alla fluttuazione è stata proposta la dollarizzazione¹¹. Secondo gli esponenti di questa scuola di pensiero, l'Argentina dovrebbe rinunciare ufficialmente al peso e utilizzare solo il dollaro come mezzo di

¹⁰ Nulla vieta, naturalmente, di ricostituire successivamente il currency board ad un nuovo livello del tasso di cambio. Occorre peraltro sottolineare che – pur in presenza di talune anomalie di comportamento come quella richiamata precedentemente – Hong Kong ha resistito senza svalutare alla crisi del 1997 nel Far East mantenendo il *currency board*.

¹¹ Si tratterebbe in realtà di dollarizzazione ufficiale o piena. La dollarizzazione non ufficiale o semi-ufficiale è già una realtà in una larga parte dell'America Latina nel senso che una parte delle transazioni viene già effettuata in dollari.

pagamento. In effetti già nel 1999 il Governo argentino ha attivato i canali diplomatici in vista di un trattato di associazione monetaria con gli USA al fine di introdurre il dollaro come moneta ufficiale in Argentina ma il processo si è poi interrotto. La mossa argentina ha però indotto altri paesi e proseguire su quella strada, in primo luogo l'Ecuador che ha adottato il dollaro come moneta ufficiale.

Con la dollarizzazione, si elimina alla radice – per definizione - il limite di credibilità dell'impegno al cambio fisso implicito nel *currency board* ossia il fatto che gli operatori percepiscano la possibilità che il *currency board* venga abbandonato sotto la pressione di un disagio sociale crescente e insostenibile. In un ordine decrescente di costo dell'abbandono dell'impegno al cambio fisso potremmo definire una gerarchia di regimi monetari in cima alla quale si trova la dollarizzazione, seguita dal *currency board* e dall'*adjustable peg*.¹²

Ovviamente la dollarizzazione non consentirebbe di recuperare domanda estera netta e per questa via di ridurre il tasso di disoccupazione. Se la causa immediata della crisi argentina è la perdita di competitività, certamente la dollarizzazione non consentirebbe di farvi fronte. D'altro canto, non vi sarebbero gli effetti collaterali della svalutazione, in particolare l'incremento dell'onere in moneta nazionale del debito denominato in valuta estera. Infine, la dollarizzazione potrebbe eliminare il differenziale di tasso di interesse rispetto agli USA dovuto alle aspettative di deprezzamento. Rimarrebbe soltanto il differenziale di tasso dovuto al diverso rischio emittente.

L'adozione del dollaro come moneta nazionale equivarrebbe all'ingresso dell'Argentina in una unione monetaria con gli USA. La politica monetaria verrebbe demandata alla Federal Reserve: un eventuale aumento della moneta in circolazione negli USA avrebbe effetti dello stesso segno in Argentina via movimenti di capitale. E' evidente, tuttavia, che la costituzione di unione monetaria di questo tipo richiederebbe – per poter essere sostenibile nel tempo – una forte convergenza ciclica tra le due economie e la delega delle attività di supervisione del sistema bancario e finanziario argentino alla FED. Una duplice condizione che al momento sembra difficilmente realizzabile.

¹² La dollarizzazione fornirebbe per definizione – anzi per tautologia -- una garanzia che la moneta nazionale sia “convertibile” in valuta straniera ma non che essa sia “coperta” completamente dalle riserve valutarie della Banca Centrale. Questo tipo di struttura istituzionale non eliminerebbe quindi il rischio di una corsa agli sportelli.

1.4.5 Le decisioni assunte

Nel periodo immediatamente successivo alla crisi, le conseguenze negative della svalutazione in qualche misura vengono offuscate dall'impellente necessità di attenuare le conseguenze sociali della disoccupazione: le priorità dei *policy maker* vengono modificate radicalmente rispetto ai tempi "normali" (soprattutto per l'America Latina) in cui prevale l'esigenza di combattere l'inflazione. Pertanto, com'era prevedibile, la svalutazione e la fluttuazione del peso sono risultate più appetibili della dollarizzazione.

Inizialmente, dopo la caduta di De la Rúa, era stato ventilato il mantenimento del cambio fisso e l'introduzione di una nuova moneta, l'argentino. Il nuovo presidente Duhalde ha abbandonato anche questo piano di compromesso e ha dapprima svalutato del 30% il peso nei confronti del dollaro; successivamente ha abbandonato puramente e semplicemente la fissità del cambio reintroducendo dopo oltre 10 anni un regime di libera fluttuazione. Il giorno 11 febbraio il peso è tornato quindi a fluttuare facendo registrare una perdita del 15% circa nei confronti del dollaro, che si è accompagnata a una marcata flessione della Borsa (-8,5%).

Nell'opinione di molti la flessione del tasso di cambio del peso è stata contenuta grazie agli interventi della Banca Centrale (che dispone ancora di ingenti quantità di riserve) ma soprattutto per via della artificiosa scarsa domanda di dollari, dovuta al mantenimento in vita del *corralito*. E' probabile che uno scenario di questo tipo permanga ancora per qualche tempo sino a quando il Fondo Monetario Internazionale non garantirà un solido supporto al Governo argentino. E' però noto che ciò potrà avvenire solo a condizione che venga approvato un bilancio pubblico austero (sono al momento previsti tagli alle pensioni e agli stipendi dei pubblici dipendenti per oltre 13 punti percentuali rispetto allo scorso anno), ricco di riforme fiscali strutturali soprattutto per quanto concerne la gestione delle spese e del gettito a livello provinciale. Tuttavia non va dimenticato che lo scenario economico argentino dei prossimi mesi sarà caratterizzato non solo dalle misure di risanamento fiscale e dal sostegno più o meno robusto fornito dal Fondo Monetario, ma anche e soprattutto dal comportamento degli intermediari bancari su cui grava il peso delle recenti decisioni del Governo Duhalde. Il ritorno alla fluttuazione del peso si è infatti accompagnato a un nuovo piano di conversione in peso – in ragione di tassi di

cambio differenti – delle poste attive e passive delle banche, congegnato al fine di contenere il malcontento sociale. Le passività in dollari delle banche (primariamente rappresentate dai depositi) saranno convertite in pesos al tasso di cambio di 1,4:1 e successivamente indicizzate all'inflazione. Le attività in dollari (i prestiti erogati in valuta che al momento costituiscono il 70% di tutti i loro impieghi) saranno invece convertite in moneta domestica al vecchio tasso di convertibilità di 1:1. Una misura che evidentemente favorisce chi si è indebitato in dollari in Argentina e ha successivamente trasferito i fondi all'estero e che penalizza fortemente le banche – che già fronteggiavano una cospicua perdita dovuta al minor valore dei titoli del debito pubblico argentino detenuti nel loro portafoglio – contribuendo ad aumentare la probabilità che la crisi valutaria si accompagni ad una vera e propria crisi bancaria. Per alleviare - almeno parzialmente - lo squilibrio imposto ai bilanci da queste misure ed il rischio di crisi gemella è stato annunciato un piano di sostegno del sistema bancario, che in parte godrà della emissione di nuova moneta (stimata in ragione di 3,5 mld. di nuovi peso di cui 2,5 andranno a favore proprio del sistema bancario).

Da ultimo, occorre chiedersi se la ritrovata indipendenza monetaria non comporti il rischio di una recrudescenza inflazionistica. La possibilità di stampare moneta anche in assenza di una corrispondente copertura di riserve ufficiali potrebbe infatti rapidamente portare ad una decisa accelerazione della crescita dei prezzi – già sollecitati dalla inflazione importata dovuta al deprezzamento del tasso di cambio. Tuttavia la reputazione di cui gode il nuovo Governatore della Banca Centrale argentina unitamente alla concreta possibilità di seguire una strategia di *inflation targeting* consentono al momento di escludere questo scenario.

2. LA FINANZA PUBBLICA*

La manovra finanziaria per il 2002 si caratterizza per il cospicuo numero di provvedimenti collegati alla Legge finanziaria, che propongono interventi di riforma in materia di previdenza, mercato del lavoro, organizzazione della pubblica amministrazione, ambiente. Tra questi provvedimenti riveste certamente importanza rilevante il disegno di legge delega sul fisco, *Delega per la riforma del sistema fiscale statale*, che preannuncia una vera rivoluzione del nostro ordinamento tributario.

Le pagine che seguono sono quindi dedicate ad illustrare i contenuti del disegno di legge delega, utilizzando principalmente le informazioni fornite dalla relazione di accompagnamento. Si cercherà anche di offrire, ove possibile, qualche elemento di valutazione, per capire in quale direzione dovrebbe evolvere il nostro ordinamento tributario nei prossimi anni, anche alla luce delle recenti tendenze in ambito europeo.

2.1 Una breve descrizione della riforma

È opportuno, prima di entrare nel merito dei contenuti della delega fiscale, illustrare le ragioni per le quali il legislatore ritiene di dover procedere ad una riforma radicale dell'ordinamento tributario italiano. Esse sono numerose, prima fra tutte il "necessario adattamento dei sistemi fiscali nazionali a un mondo sempre più aperto e globalizzato: un mondo in cui il capitale e l'impresa non hanno più frontiere. Un mondo tanto nuovo e globalizzato che anche il lavoro, fattore produttivo un tempo poco esposto alla "concorrenza" - almeno in Europa - ora sente, direttamente o indirettamente, in positivo o in negativo, ma comunque in forma sempre più intensa gli effetti della competizione internazionale". E ancora: "in uno scenario sempre più globalizzato, la necessaria standardizzazione, la relativa crescente neutralità dei sistemi fiscali, il loro minore possibile grado di interferenza nelle decisioni delle persone e delle imprese, sono obiettivi politici essenziali. Pretendere l'opposto, non è solo inutile è peggio. È, si ripete, negativo e

* A cura di M. F. Ambrosanio.

distorsivo”. Infine: “tra gli obiettivi più attuali delle riforme fiscali, c'è l'obiettivo della semplicità. Sempre di più, un sistema fiscale poco comprensibile si configura come un sistema fiscale non buono. E tra l'altro non competitivo”.

In parole povere, l'obiettivo che il governo intenderebbe realizzare è quello di costruire un sistema fiscale semplice, neutrale, in grado di reggere alla competizione fiscale, che diventa sempre più pressante in un mondo “senza frontiere”. I principi ispiratori della eventuale futura riforma erano comunque stati già espressi nel "Libro bianco" pubblicato il 18 dicembre 1994, e sintetizzati in tre passaggi: a) dal complesso al semplice; b) dalle persone alle cose; c) dal centro alla periferia.

L'art. 1 del disegno di legge delega fornisce le prime indicazioni su come il legislatore intende intervenire nell'ordinamento attuale: “Il nuovo sistema fiscale si basa su cinque imposte ordinate in unico codice, imposta sul reddito, imposta sul reddito delle società, imposta sul valore aggiunto, imposta sui servizi, accisa.”

2.1.1 L'imposta sul reddito

Consideriamo in primo luogo l'imposta sul reddito, che andrebbe a sostituire l'attuale IRPEF. La revisione riguarderebbe tutti gli elementi costitutivi dell'imposta: soggetti passivi, base imponibile, struttura delle aliquote.

In primo luogo, verrebbe ampliata la cerchia dei contribuenti, con l'inclusione tra i soggetti passivi degli enti non commerciali, che uscirebbero dall'IRPEG.

In relazione alla base imponibile, essa verrebbe allargata con la parziale inclusione degli utili percepiti e delle plusvalenze realizzate su partecipazioni qualificate, fuori dall'esercizio d'impresa. Verrebbe al contempo ridotta da un minimo non imponibile (stabilito in funzione della soglia di povertà) e da una serie di deduzioni (per famiglia, casa, sanità, istruzione, formazione, ricerca, previdenza, *non profit*, costi sostenuti per la produzione dei redditi da lavoro), che andrebbero a sostituire le attuali detrazioni.

Infine, l'imposta sul reddito sarebbe strutturata su due aliquote, del 23% per i redditi fino a 100.000 euro e del 33% per i redditi superiori.

Rispetto all'IRPEF, dunque, si passerebbe da 5 a 2 scaglioni di reddito, con un aumento dell'aliquota minima dal 18% al 23% ed una riduzione

dell'aliquota massima dal 44% al 33%. L'intero sistema di detrazioni dall'imposta verrebbe abolito e sostituito da un sistema di deduzioni dal reddito imponibile.

2.1.2 L'imposta sui redditi delle attività finanziarie

La riforma della tassazione dei redditi personali sarebbe accompagnata da una profonda revisione del regime d'imposizione dei redditi delle attività finanziarie. Con le parole del Governo: “verranno adottate modalità procedurali uniformi, attraverso l'estensione del sistema di prelievo alla fonte, con imposta sostitutiva proporzionale, a tutti i redditi di natura finanziaria, indipendentemente dallo strumento giuridico utilizzato per produrli, dalla durata dell'investimento, dalla natura dell'emittente, ma fatta eccezione per i proventi derivanti, alle persone fisiche e morali non imprenditori, da partecipazioni qualificate (dividendi, utili e plusvalenze), da contratti di associazione in partecipazione e da mutui, che saranno soggetti, in tutto o in parte, all'imposta progressiva”.

In particolare, le proposte possono essere sintetizzate come segue:

a) omogeneizzazione dell'imposizione su tutti i redditi di natura finanziaria, eliminando la distinzione oggi esistente fra redditi di capitale e redditi diversi e considerando un'unica categoria di redditi finanziari, comprendente i proventi di qualunque fonte;

b) estensione del trattamento fiscale dei titoli del debito pubblico a tutte le altre tipologie di redditi di natura finanziaria conseguiti da persone fisiche ed enti non commerciali, fatta eccezione per i proventi derivanti da partecipazioni qualificate (dividendi e plusvalenze); dunque applicazione generalizzata del sistema di imposizione sostitutiva e adozione di un'aliquota unica del 12,5%;

c) assoggettamento dei dividendi da partecipazioni non qualificate al prelievo alla fonte a titolo definitivo, con l'abolizione dell'opzione per il regime del credito d'imposta, in sede di imposta personale progressiva;

d) ripristino della tassazione al momento del realizzo per il risparmio affidato in gestione collettiva a investitori istituzionali; abolizione di qualunque prelievo in capo agli OICR (questi continuerebbero ad essere considerati soggetti cosiddetti "lordisti"); applicazione del prelievo, da parte della società di gestione, sui proventi all'atto della loro distribuzione e sulle plusvalenze al momento del realizzo;

e) introduzione di regimi preferenziali per il risparmio previdenziale, rispetto al trattamento del risparmio finanziario; si prospetta l'introduzione di un meccanismo del tipo "esenzione - esenzione - tassazione (EET), con il quale i redditi derivanti dall'investimento non siano tassati, quantomeno sino al momento in cui l'investitore non percepisce, in una qualsiasi modalità, i frutti di questa forma di impiego del risparmio". Il trattamento preferenziale dovrebbe concretizzarsi nell'applicazione, al momento dell'erogazione delle prestazioni, di un'aliquota d'imposta inferiore rispetto a quella prevista per le altre attività finanziarie.

2.1.3 L'imposta sulle società

Anche il sistema di imposizione dei profitti societari viene ridisegnato, con modifiche rilevanti per ciò che concerne l'IRPEG, con la progressiva abolizione dell'IRAP (in una prima fase, sembra che l'IRAP venga mantenuta, ma escludendo dalla base imponibile il costo del lavoro), con l'abrogazione della DIT.

In relazione all'IRPEG, le modifiche proposte riguardano innanzitutto il trattamento fiscale dei grandi gruppi, con il riconoscimento del "gruppo d'impresa", ai fini dell'imposizione sul reddito.

La delega prevede infatti, per le società controllanti e controllate residenti o aventi stabile organizzazione in Italia, la facoltà di optare per la tassazione societaria su basi consolidate di gruppo. La società capogruppo presenterebbe un'unica dichiarazione, determinando la base imponibile come somma algebrica dell'imponibile proprio e di quelli delle società controllate; l'opzione per la tassazione di gruppo potrebbe essere esercitata discrezionalmente da parte delle singole società interessate, per un periodo non inferiore a tre anni; il requisito di appartenenza al gruppo sarebbe costituito dal controllo per una percentuale non inferiore alla maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria. Dalla base imponibile sarebbero totalmente esclusi i dividendi distribuiti dalle società consolidate.

L'opzione per la tassazione su basi consolidate verrebbe introdotta anche per le società non residenti, sia pure con qualche vincolo. L'opzione per il consolidato mondiale dovrebbe necessariamente essere estesa a tutte le controllate estere; sarebbe irrevocabile per un periodo di almeno cinque anni; potrebbe essere

esercitata solo a condizione di sottoporre a revisione contabile, da parte di soggetti qualificati, i bilanci della controllante residente e delle controllate estere; la compensazione degli imponibili avverrebbe proporzionalmente alla quota di partecipazione direttamente e indirettamente posseduta. Sarebbe inoltre riconosciuto un credito per le imposte pagate all'estero, in modo da evitare forme di doppia imposizione economica e giuridica. La delega prevede infatti anche la revisione della disciplina del credito per le imposte pagate all'estero, prevedendone il calcolo relativamente a ciascuna controllata estera ed a ciascuna stabile organizzazione e prevedendo il riporto in avanti ed all'indietro del credito inutilizzato per un periodo non inferiore a otto esercizi. Infine, sarebbero introdotte norme per semplificare la determinazione della base imponibile delle controllate non residenti.

Un elemento di rilievo della proposta di riforma è l'introduzione della cosiddetta "*participation-exemption*", che prevede l'esenzione delle plusvalenze realizzate relativamente a partecipazioni in società (con o senza personalità giuridica, residenti o non residenti), a condizione che le partecipazioni appartengano alla categoria delle immobilizzazioni finanziarie (con un periodo di possesso ininterrotto di almeno un anno), che la società partecipata eserciti un'effettiva attività commerciale e non sia residente in un "paese a fiscalità privilegiata".

Altre disposizioni concernono in dettaglio la determinazione della base imponibile ai fini dell'imposta societaria: 1) esclusione dal reddito imponibile del 95 per cento degli utili distribuiti da società con personalità giuridica sia residenti che non residenti nel territorio dello Stato; 2) deducibilità dei costi connessi alla gestione delle partecipazioni; 3) indeducibilità delle minusvalenze relative a partecipazioni in società che si qualificano per la "*participation-exemption*" e analoga indeducibilità dei costi direttamente connessi con la cessione di partecipazioni; 4) introduzione di limiti alla deducibilità degli interessi passivi e di altre componenti di costo, in dipendenza del rapporto tra debiti e patrimonio netto (per il quale dovrebbe essere individuata una soglia massima consentita) e del rapporto tra patrimonio e partecipazioni (nel senso di rendere indeducibili gli oneri finanziari se il valore delle partecipazioni supera il patrimonio).

Infine, si propone un abbattimento dell'aliquota al 33%, accompagnato, come si è detto, dalla soppressione della DIT.

2.1.4 IVA, imposte sui servizi e accisa

Gli articoli 5, 6 e 7 del disegno di legge delega prospettano una riforma dell'imposta sul valore aggiunto, delle imposte sui servizi e del sistema delle accise. Per quanto riguarda l'IVA, sono individuate quattro linee di intervento:

a) avvicinare la struttura dell'imposta sul valore aggiunto a quella propria e tipica di un'imposta sui consumi, riducendo le forme di indetraibilità dell'imposta assoluta a monte;

b) coordinare la disciplina dell'imposta sul valore aggiunto con quella delle accise, per evitare gli effetti di parziale duplicazione giuridica ed economica;

c) razionalizzare i sistemi speciali in funzione della particolarità dei settori interessati;

d) semplificare gli adempimenti formali a carico dei contribuenti.

Sarebbe inoltre previsto di escludere dalla base imponibile, compatibilmente con i vincoli comunitari, l'1% del volume d'affari, destinato a finalità etiche.

La riforma delle imposte sui servizi prevede in sostanza l'accorpamento in un'unica imposta dei tributi oggi esistenti (imposta di registro, imposte ipotecarie e catastali, imposta di bollo, tassa sulle concessioni governative, tassa sui contratti di borsa, imposta sulle assicurazioni, imposta sugli intrattenimenti).

Infine, per ciò che concerne le accise, il legislatore intende riordinare l'imposizione sull'energia e sugli altri prodotti (come, ad esempio, alcoli e spiriti), con le finalità di ridurre l'incidenza dell'accisa sui prodotti essenziali, di correggere gli effetti esterni negativi su ambiente, salute e benessere e di eliminare le duplicazioni d'imposta.

2.2 Alcune valutazioni e riflessioni

La presentazione del disegno di legge delega ha già scatenato un vivace dibattito. Può essere utile cercare di individuare pregi e difetti della riforma prospettata.

Qualsiasi progetto di riforma fiscale deve essere valutato sotto molteplici punti di vista, tra i quali essenziali sono almeno tre: gli obiettivi generali della riforma; i contenuti specifici in relazione alle singole imposte investite; la realizzabilità, ovvero la verifica degli spazi finanziari esistenti nell'ambito

dell'equilibrio di bilancio pubblico, se viene posto l'obiettivo di ridurre la pressione tributaria.

2.2.1 Gli obiettivi generali

Per ciò che concerne le finalità generali della riforma, che sono state illustrate in precedenza, è del tutto ovvio condividere gli obiettivi dichiarati di maggiore equità, efficienza, semplicità, trasparenza, flessibilità. Questi altro non sono che le cinque caratteristiche desiderabili di un sistema tributario, individuate da A. Smith ne "La ricchezza delle nazioni". È altrettanto ovvio che qualunque contribuente, individuo e impresa, sarebbe felice, come la riforma promette, di pagare meno imposte. Infatti, è obiettivo del legislatore di ridurre il carico fiscale complessivo, sulle persone fisiche e sulle società. Ma la riduzione del gettito fiscale va "in qualche modo" finanziata e questo, come vedremo, pone il problema del rispetto dell'equilibrio del bilancio pubblico e dei vincoli assunti in sede europea.

È allora opportuno tentare di capire in che modo il legislatore intende perseguire questi obiettivi, sulla base delle proposte di riforma delle singole imposte, sopra descritte.

2.2.2 La nuova imposta sul reddito

Consideriamo innanzitutto l'imposta sul reddito, che dovrebbe sostituire l'IRPEF, l'imposta alla quale nel nostro ordinamento attuale è affidata l'applicazione del principio di capacità contributiva, ovvero l'obiettivo di realizzare l'equità verticale, attraverso la struttura progressiva delle aliquote (art.53 della Costituzione).

La nuova imposta prevede, come si è detto, solo due scaglioni di reddito: il primo per i redditi fino a 100.000 euro con aliquota del 23% ed il secondo per i redditi superiori con aliquota del 33%. Come si legge nella Relazione di accompagnamento, "prima di procedere nell'analisi, e per prevenire la demagogia, va fondamentalemente notato che l'aliquota del 23% riguarderebbe il 99,5% dei contribuenti (che sono 29,4 milioni: dati Sogei, 1999)". Si tratta dunque, sostanzialmente, di quasi tutto l'universo dell'IRPEF. Fuori e "beneficiati" dall'aliquota del 33%, resterebbero invece solo 143.000 contribuenti pari allo 0,5% dei contribuenti. Non ha dunque (non avrebbe) senso, in questo contesto,

l'obiezione demagogica secondo cui l'aliquota del 33% sarebbe troppo bassa, producendo un "favore per i ricchi". E ancora "viene razionalizzata e rafforzata la progressività dell'imposta personale, con due movimenti: la progressività viene estesa includendo componenti di reddito (dividendi e *capital gains* qualificati), che sono fortemente significative, in termini di fondamento reale della capacità contributiva; si opera un forte *trade-off*, tra aliquote (che vengono realmente ridotte) e deduzioni (che vengono modulate in funzione di una reale progressività)". "L'imposizione resta comunque progressiva, per tre ragioni: per effetto dell'abbattimento alla base prodotto dalla previsione di una vasta *no tax area*; per effetto della concentrazione delle deduzioni sui redditi bassi e medi; per effetto dell'aliquota, marginale e limite, del 33%, prevista per la fascia di reddito superiore (oltre i 100.000 euro).

Dunque la nuova imposta, se si trascura quello 0,5% di contribuenti che ricade nel secondo scaglione, si configura come un'imposta ad aliquota costante, molto bassa (il 23% per uno scaglione di reddito così ampio non esiste in altri paesi simili al nostro), dove la progressività resta affidata interamente al sistema di deduzioni. Si configura, in altri termini, come una *flat-rate tax*, caratterizzata da aliquota marginale costante (la differenza tra il reddito e un dato livello di esenzione è tassata ad aliquota costante).

Un'imposta di questo tipo presenta indubbi vantaggi, anche dal punto di vista della semplicità amministrativa, se viene applicata nella sua forma pura (uguale deduzione dal reddito per tutti i contribuenti). È però dubbio che, come dichiarato, sia più progressiva dell'attuale IRPEF. In verità molti degli effetti benefici che la Relazione attribuisce alla riforma sono legati ad una riduzione della progressività dell'imposta sui redditi personali e non ad un aumento, secondo le indicazioni della cosiddetta "*supply-side economics*", secondo la quale una riduzione delle aliquote d'imposta farebbe aumentare le entrate tributarie.

2.2.3 La progressività aumenta o diminuisce?

Innanzitutto un'imposta con aliquota marginale costante consente di perseguire obiettivi di redistribuzione del reddito solo se il livello iniziale di esenzione è molto elevato (tale cioè da garantire il livello di reddito di sussistenza) ed il sistema di deduzioni ben congegnato. Se le deduzioni non sono sufficientemente articolate, il meccanismo della progressività per deduzione

(ovvero del minimo non-imponibile) rende l'imposta progressiva solo fino ad un certo livello di reddito, oltre il quale l'imposta ritorna ad essere praticamente proporzionale, a vantaggio dei redditi più elevati. D'altro canto, l'applicazione di un sistema complesso di deduzioni è in netto contrasto con gli obiettivi di semplificazione della struttura dell'imposta. Afferma il Governo che: "É in specie evidente che rispetto all'attuale, il sistema fiscale riformato [...] sarà caratterizzato da un elevatissimo grado di semplicità e dunque di civiltà del rapporto fiscale". L'attuale complessità di determinare il debito d'imposta a causa dell'applicazione di un sistema articolato di detrazioni dall'imposta sarebbe eliminata, ma sostituita da analoga complessità nel determinare il reddito imponibile. Il sistema di progressività per deduzione produce inoltre un ulteriore problema che è quello dell'incapienza, cioè l'impossibilità di usufruire delle deduzioni per mancanza di reddito; il problema sarebbe invece eliminato con l'imposta negativa sul reddito, che prevede un sussidio ai contribuenti con reddito al di sotto di una determinata soglia. Infine la deduzione di spese personali dal reddito imponibile ha sempre effetti di equità e di efficienza, qualunque sia la regola adottata per determinarle.

Non è possibile fare valutazioni più accurate, dal momento che la Relazione al disegno di legge delega non dice assolutamente nulla di preciso e concreto sulla struttura del sistema di deduzioni, non dà alcuna informazione di natura tecnica. Che cosa significa esattamente che saranno concesse deduzioni per famiglia, casa, sanità, istruzione, formazione, ricerca, previdenza, non profit, costi sostenuti per la produzione dei redditi da lavoro? Il Governo si limita a dare indicazioni di carattere molto generale, ad affermare che saranno introdotte "deduzioni basate sui valori fondamentali di cui è prevista tutela nella Costituzione, tra cui domina un minimo non imponibile stabilito in funzione della soglia di povertà" e che "le deduzioni sono poi concentrate sui redditi bassi e medi, producendo in questo modo un notevole effetto di progressività".

È anche interessante notare che, di solito, in presenza di una riforma di vasta portata, come sembra quella dell'IRPEF, alcuni contribuenti "guadagnano" e altri contribuenti "perdono". Sembra invece che questa eventualità sia esclusa in questo caso, grazie alla previsione esplicita di una clausola di salvaguardia, "*in modo che, a parità di condizioni, il nuovo regime risulti sempre più favorevole od uguale, mai peggiore, del precedente*" (art. 3 del disegno di legge delega). "La combinazione della clausola di salvaguardia con la meccanica delle deduzioni

esclude in radice "effetti scaletta". L'incidenza fiscale si riduce conseguentemente per tutti i contribuenti".

Se restano oscuri molti aspetti tecnici rilevanti della struttura della futura imposta sul reddito, sono invece espressi in modo esplicito gli obiettivi "politici" della riforma, ai quali è dedicata la maggior parte della Relazione di accompagnamento, primo fra tutti il desiderio di costruire "un nuovo rapporto tra fiscalità e libertà", seguendo l'impostazione della Corte costituzionale tedesca, che "ha così finalmente rovesciato la vecchia concezione dei diritti sociali, costruita più sul paternalismo che sull'effettiva tutela. Nella concezione paternalistica, si trasforma un cittadino, che senza la pressione fiscale disporrebbe di risorse proprie, in un "assistito". Lo Stato, con un'elevata imposizione fiscale, priva il cittadino dei mezzi necessari per le sue spese inevitabili (dal mantenimento all'educazione). E poi gli riconosce detrazioni o gli concede sussidi (assegni familiari eccetera). Viene così lesa la dignità personale, che pure è un principio costituzionale fondamentale. Si costringe infatti un cittadino, che avrebbe le risorse per provvedere autonomamente alle proprie esigenze, a dover compilare moduli, a sottostare a controlli, a subire "vessazioni" burocratiche. In questo modo è anche ridotta, soprattutto per le classi meno abbienti, la libertà di scelta tra servizi pubblici e servizi privati perché le risorse "restituite" spesso non possono più essere utilizzate o destinate senza vincoli imposti "dall'alto". "É per questo che, nella nostra visione, il limite naturale, fondamentale e costituzionale dell'imposizione fiscale è rappresentato dal lavoro e dalla proprietà privata, basi fondamentali della libertà della persona e della ricchezza della nazione. [...] In questi termini, la logica e il titolo del prelievo fiscale cambiano radicalmente. L'imposizione fiscale non può essere illuminata e non può essere basata solo sul principio del sacrificio (solidaristico), ma anche sul principio del beneficio (commutativo)".

Non è il caso di riaprire in queste pagine il dibattito antichissimo su che cosa sia un'imposta equa, ma il richiamo esplicito al principio del beneficio (in parole comuni, ciascuno paga le imposte per ciò che riceve dallo Stato, in un rapporto di scambio volontario) rafforza i dubbi già espressi sul fatto che la nuova imposta non sarà costruita sulla base di principi di solidarietà. Questa impostazione va nella direzione di giustificare l'intervento pubblico solo per ragioni di efficienza?

2.2.4 La tassazione delle attività finanziarie

Anche in questo caso, l'obiettivo generale di omogeneità del trattamento fiscale dei redditi delle attività finanziarie è pienamente condivisibile; esso era stato, d'altra parte, già espresso in occasione della riforma entrata in vigore il 1° luglio 1998, ma non realizzato perché avrebbe comportato una perdita di gettito troppo rilevante, incompatibile con l'esigenza, anzi con l'obiettivo inderogabile, di riequilibrio dei conti pubblici. Il precedente Governo aveva infatti posto come obiettivo di lungo periodo l'uniformità del prelievo ad un'aliquota non inferiore a quella iniziale dell'IRPEF (19%), secondo la logica del sistema della DIT.

Ci sono tuttavia degli aspetti critici che vanno considerati.

Una prima questione concerne il livello dell'aliquota al 12,5%, livello senza dubbio obbligatorio, data l'impossibilità di aumentare quella sui proventi dei titoli di Stato. Come afferma il Governo: "La magnitudine del debito pubblico italiano e la diffusione del suo collocamento presso investitori esteri suggerisce di mantenere invariato il relativo regime fiscale". Si tratta di un'aliquota molto bassa, anche nel panorama europeo. Ricordiamo che, a livello di Unione Europea, da tempo si discute su una proposta di direttiva volta a garantire una tassazione minima del risparmio e a contrastare il cosiddetto fenomeno della concorrenza fiscale dannosa (che si concretizza in deflussi di capitali verso i paradisi fiscali, a bassa o nulla tassazione). Tra le diverse proposte in discussione, risalta quella di un'aliquota minima, comune ai paesi dell'Unione, sui redditi finanziari dei non residenti non inferiore al 20%. Come reagirebbero dunque i nostri partner europei? Come si potrebbe giustificare un abbassamento così drastico del livello di tassazione sul risparmio? Probabilmente si ridurrebbero gli incentivi agli italiani a detenere attività finanziarie sull'estero, anche se bisogna considerare che, in forza delle Convenzioni bilaterali, la gran parte dei redditi finanziari percepiti dai non residenti è attualmente esente da qualsiasi forma d'imposizione nei paesi fonte.

Sempre con riferimento all'aliquota d'imposta, essa è troppo bassa rispetto a quella minima (unica) sui redditi personali, il che ripropone problemi di equità orizzontale (a parità di reddito, sono avvantaggiati i percettori di rendite finanziarie).

Infine, rispetto allo smantellamento del sistema di tassazione del risparmio gestito, critiche sono state espresse da parte di coloro che avevano sostenuto il

principio della maturazione, i quali riprendono gli argomenti contrari alla tassazione al realizzo, primo fra tutti il *lock-in effect*. Certamente il legislatore dovrà ben raccordare il nuovo sistema al vecchio, ad esempio per l'utilizzo dei crediti d'imposta accumulati sulle perdite in conto capitale maturate nei periodi di caduta della quotazione dei titoli in portafoglio.

2.2.5 La tassazione delle società

La proposta di riforma della tassazione societaria è molto più articolata di quella che riguarda la tassazione dei redditi personali. Anche la Relazione di accompagnamento contiene maggiori indicazioni tecniche e di dettaglio.

L'elemento più innovativo della proposta di riforma dell'imposizione societaria è senza dubbio l'introduzione del principio della tassazione di gruppo, che, in linee generali, viene valutato positivamente, anche se sono state avanzate alcune obiezioni, delle quali è utile dare conto. Un primo problema riguarderebbe la definizione del criterio di controllo, che è l'unico requisito per l'appartenenza al gruppo, "per una percentuale non inferiore alla maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria" in pratica il 50,1% del capitale sociale (come avviene in Germania, mentre gli altri paesi hanno stabilito soglie di controllo molto più elevate, Australia 100%; Francia 95%; Usa 80%; Spagna 90%; Regno Unito 75%). Su queste basi, l'opzione non potrebbe essere esercitata dai "gruppi a catena", che si caratterizzano per forme di controllo indiretto dei diritti di voto. L'obiezione al riguardo è che l'opzione riguarderebbe un gruppo ristretto di imprese. Queste sarebbero avvantaggiate, rispetto alle altre, anche dal punto di vista delle regole di determinazione delle basi imponibili, sia per il consolidamento totale delle basi imponibili, sia per l'applicazione meno restrittiva delle nuove regole di indeducibilità degli interessi passivi.

L'altro elemento di rilievo, come si è già osservato, è l'introduzione della cosiddetta "*participation exemption*", per favorire lo smobilizzo della proprietà e la ristrutturazione societaria (in realtà, con la riforma del 1997, era stata introdotta la possibilità di optare per una tassazione sostitutiva ridotta al 19% sulle plusvalenze derivanti dalla cessione delle partecipazioni di controllo e sulle differenze di valore derivanti da operazioni di ristrutturazione della proprietà). Con il sistema proposto nella Delega, si introdurrebbe una discriminazione fra trattamento fiscale delle plusvalenze derivanti dalla cessione delle partecipazioni,

esenti, e trattamento fiscale delle plusvalenze derivanti da operazioni diverse dalla cessione delle partecipazioni immobilizzate, soggette a tassazione ordinaria. Molti commentatori rilevano in questo una maggiore non neutralità dell'imposta rispetto all'ordinamento vigente.

Altri aspetti critici della delega sembrano concernere le regole di definizione degli imponibili, compresa l'esclusione dei dividendi per il 95%, in quanto non è chiaro se il risultato finale sia una riduzione o un ampliamento del reddito tassabile. Le perplessità nascono dal fatto che storicamente la gran parte delle riforme delle imposte societarie che hanno ridotto le aliquote hanno contemporaneamente, ma non sempre in modo trasparente, ampliato le basi imponibili, in modo da finanziare in tutto o in parte la riduzione delle aliquote legali. Osservazioni analoghe possono essere espresse in riferimento all'abbattimento dell'aliquota al 33%, se si tiene conto del fatto che attualmente le imprese che si sono capitalizzate, in conformità col regime della DIT, scontano aliquote più basse, fino ad un minimo del 19%. Non è chiaro se queste imprese, trascorso il periodo transitorio della clausola di salvaguardia, andranno incontro ad un prelievo più elevato.

Infine, la proposta di riforma prevede lo smantellamento della DIT, che invece era stata accolta con favore da molti studiosi per il fatto di rendere il sistema meno incentivante al finanziamento con debito e quindi più neutrale rispetto alle scelte di finanziamento delle imprese.

2.3 Compatibilità e copertura finanziaria

Come è stato già sottolineato nelle pagine precedenti, una delle caratteristiche della proposta di riforma fiscale presentata dal governo è che tutti i contribuenti, individui e imprese, dovrebbero vedere ridotto il carico fiscale a cui sono attualmente assoggettati. A causa dei previsti abbattimenti di aliquote, modifica delle basi imponibili, abolizione di tributi (IRAP), l'effetto di impatto della riforma è quello di determinare una rilevante perdita di gettito per l'erario. Si pone quindi la questione di come la riforma è finanziata, in quali tempi e con quali effetti sui conti pubblici, nel breve e nel lungo periodo.

Questi interrogativi portano ad investigare – se ci si limita agli aspetti formali dei problemi sollevati – quale sia la “copertura finanziaria” del disegno di legge delega che fissa i principi della riforma.

Si può iniziare ricordando che la “copertura finanziaria” del provvedimento avrebbe potuto essere fornita dalla passata legge finanziaria, approvata nel dicembre scorso. Nel passato, in parecchi casi, le leggi finanziarie hanno fornito i mezzi di copertura a futuri provvedimenti di sgravi fiscali. Ciò avveniva segnando tra le spese che concorrevano a determinare il saldo di bilancio programmato, la somma corrispondente ai futuri sgravi d'imposta da decidere poi con successive leggi. In altri casi, con una norma inclusa nella legge finanziaria il gettito di eventuali maggiori entrate (maggiori di quelle previste nella legge di bilancio) che sarebbero state accertate nel corso dell'esercizio è stato destinato a riduzioni di imposte, con ciò derogando a una disposizione della legge 468 che dispone l'utilizzo di maggiori entrate rispetto alle previsioni solo alla riduzione del deficit. In corso d'anno quando le maggiori entrate fossero state accertate, poteva darsi luogo a una legge di riduzioni delle imposte finanziata con le maggiori entrate accertate.

Nessuna di queste due circostanze è presente nel disegno di legge sulla riforma fiscale. Le leggi di contabilità e l'articolo 81 della Costituzione richiedono che la legge delega non modifichi i saldi di bilancio fissati dalla legge finanziaria in vigore. Per questo occorre che la legge delega disponga, a fronte delle riduzioni di imposta, i mezzi di copertura: aumento di altre imposte o riduzioni di spesa. Ora, nella percezione pubblica del provvedimento, nel testo del disegno di legge delega non ci sono né aumenti di imposta, né riduzioni di spesa. In effetti la delega contiene disposizioni finanziarie che sembrano indicare:

- per alcuni tributi (tassazione dei redditi d'impresa, IRAP, IVA ed accise), un rinvio ai decreti delegati nei quali le riduzioni di imposta saranno accompagnate da aumenti del gettito di altre imposte, sulla base del criterio dell'invarianza settoriale del prelievo;

- per altri tributi (IRPEF e tassazione attività finanziarie), un rinvio della effettiva entrata in vigore del nuovo ordinamento tributario a quando saranno approvate future leggi finanziarie, per gli anni 2003 e successivi, nelle quali l'importo delle riduzioni sarà quello compatibile con i saldi programmati di finanza pubblica.

Il problema della copertura finanziaria del provvedimento è trattato nell'articolo 9 (Attuazione, raccordi e copertura), appositamente dedicato alle questioni finanziarie. Al primo comma l'art. 9 afferma che *“L'attuazione della riforma è modulata con più decreti legislativi, da emanare entro due anni dalla data di entrata in vigore della presente legge, sottoposti al vincolo della sostanziale invarianza dei saldi economici e finanziari netti dei singoli settori istituzionali, tenuto anche conto della riforma del sistema previdenziale. A tale fine, la sezione dedicata del Documento di programmazione economico-finanziaria, di cui all'articolo 1, comma 5, della legge 8 agosto 1995, n. 335, è integrata dei necessari elementi di informazione”*. Un primo aspetto da sottolineare è il vincolo dell'invarianza dei saldi netti dei settori istituzionali, in base al quale le disposizioni dei decreti legislativi di attuazione non devono comportare trasferimenti da un settore all'altro¹. Quindi, per fare un esempio, non si potrà finanziare la riduzione delle imposte personali (settore delle famiglie) con risorse provenienti dal settore delle imprese o dal settore finanziario o delle istituzioni sociali. Nel determinare il saldo netto del settore famiglie si dovrà inoltre tenere conto degli effetti della riforma previdenziale. Si deve quindi presumere che le perdite di gettito derivanti dalla riforma dell'IRPEF potrebbero essere compensate con i risparmi di spesa derivanti dalla riduzione delle prestazioni previdenziali. Secondo la Relazione di accompagnamento, tale vincolo viene introdotto *“per evitare effetti distributivi erratici e trasferimenti intertemporali di reddito inopportuni”*; inoltre *“il vincolo di bilancio aggregato, come quello settoriale, saranno esplicitati anno per anno e settore per settore nel documento di programmazione economica e finanziaria”*.

Il secondo comma dell'articolo 9 afferma, al primo periodo, che *“dai decreti legislativi di attuazione degli articoli da 3 a 8 non possono derivare oneri aggiuntivi per lo Stato”*. Questa disposizione conferma e rafforza la prassi che si è instaurata negli ultimi anni in base alla quale la copertura finanziaria di una legge delega è verificata una prima volta, sulla base di una relazione tecnica anche sommaria, nel corso del processo di approvazione della legge delega. I decreti delegati (di attuazione della legge delega) sono sottoposti a un ulteriore

¹ Secondo il nuovo Sistema europeo dei conti nazionali e regionali (SEC95), i settori istituzionali sono cinque: società e quasi società non finanziarie, società e quasi società finanziarie, famiglie, istituzioni sociali private al servizio delle famiglie, amministrazioni pubbliche.

procedimento formale di verifica della copertura finanziaria una volta che fossero note le precise disposizioni attuative della delega.

L'insieme del **primo comma** e del **primo periodo del secondo comma** dell'articolo 9 ribadiscono che i decreti delegati non potranno determinare maggiori oneri o oneri aggiuntivi per lo Stato. Si pone la questione: maggiori di quali oneri o aggiuntivi rispetto a quali oneri o aggiuntivi rispetto a quale situazione? La domanda può sembrare retorica, ma non lo è perché la legge delega è, per dichiarazione esplicita, senza oneri per lo stato, non comporta cioè perdite di gettito. Se la delega attuata comportasse perdite di gettito, tale minore gettito dovrebbe trovare nel testo stesso della legge delega, la propria copertura.

Trattandosi di una legge delega, che rinvia ai decreti delegati la precisa formulazione delle nuove norme tributarie, ci si deve interrogare se i criteri di delega siano o compatibili con l'invarianza del gettito. Non è necessario dare risposte precise, con quantificazioni esatte o stime molto precise, sulle perdite e sui guadagni di gettito determinati dai nuovi istituti tributari che dovrebbero portare a un saldo pari a zero. Dato il carattere, in qualche caso generico, dei criteri di delega, la relazione tecnica dovrebbe poter dimostrare che sarebbe comunque teoricamente possibile costruire un nuovo sistema tributario, diverso da quello esistente – nelle sue componenti e nella sua struttura – ma capace di produrre lo stesso gettito di quello esistente. Questa dimostrazione sembra possibile per quanto riguarda la riforma della tassazione dei redditi d'impresa: ci sono nella delega opzioni e flessibilità che consentirebbero di generare un nuovo ordinamento teoricamente in grado di produrre lo stesso gettito dell'ordinamento vigente. E' ragionevole in questo caso che la verifica dettagliata possa essere affidata alla relazione tecnica che accompagnerà i decreti delegati.

Diverso è invece il caso dell'IRPEF. La riforma IRPEF si caratterizza, oltre che per alcuni aspetti strutturali, di notevole rilievo dal punto di vista ordinamentale, anche per alcuni aspetti che hanno molta importanza ai fini del gettito che il nuovo tributo potrà produrre. Nella proposta di delega sono infatti presenti tre parametri quantitativi e un vincolo. I tre parametri quantitativi sono le due aliquote, 23 e 33 per cento e lo scaglione di 200 milioni; il vincolo quello che quasi tutti i contribuenti dovranno pagare di meno rispetto a oggi (e solo qualcuno dovrà pagare tanto quanto paga oggi). Con questi tre parametri e questo vincolo l'invarianza del gettito è un risultato impossibile. Questa impossibilità è un

semplice fatto aritmetico, per il cui accertamento non è necessaria una relazione tecnica dettagliata. Non è nemmeno necessario attendere il testo dei futuri decreti delegati nei quali saranno precisati tutti gli aspetti operativi del nuovo tributo.

I criteri di delega per la riforma della tassazione dei redditi personali sembrano quindi incompatibili con le indicazioni del 4° comma dell'articolo 81 della Costituzione "Ogni legge che comporta nuove o maggiori spese deve indicare i mezzi per farvi fronte".

Che la struttura della nuova imposta sui redditi non possa produrre un gettito pari a quello prodotto dall'IRPEF esistente è dimostrato anche dai commi 2 e 3 dello stesso articolo 3 che rinviano espressamente alle future leggi finanziarie il compito del reperimento dei mezzi di copertura necessari per la attuazione "graduale" della riforma. Il secondo comma dell'articolo 3 afferma infatti che *"Nel Documento di programmazione economico-finanziaria sono indicate annualmente le variazioni dell'ammontare delle entrate connesse con le modifiche da introdurre al regime di imposizione personale"*. Di seguito, il comma 3: *"In coerenza con gli obiettivi di cui al comma 2, il valore delle aliquote, delle detrazioni e degli scaglioni, a valere per i successivi esercizi, è indicato nella legge finanziaria ai sensi dell'articolo 11, comma 3, lettera b), della legge 5 agosto 1978, n. 468, e successive modificazioni."* L'insieme degli articoli 3 e 9 costituisce veramente un paradosso legislativo che si sintetizza nella seguente proposizione: "la nuova imposta sui redditi con i suoi parametri quantitativi e i suoi vincoli non è in grado di fornire un gettito pari a quello dell'IRPEF esistente, tanto è vero che la sua attuazione viene rinviata espressamente non alle leggi delegate, ma a una legge finanziaria che dovrà fornire la copertura alle perdite di gettito".

In queste condizioni è difficile dare all'articolo 3 una valenza superiore a quella che avrebbe potuto avere una dichiarazione programmatica del governo in materia tributaria. Una IRPEF "quasi proporzionale" è, da certi punti di vista, una buona imposta sul reddito. Il disegno di legge delega, anche quando sarà approvato, non la attua e nemmeno la attueranno i decreti delegati. Il tutto è rinviato alle prossime leggi finanziarie. Quindi, si vedrà.

Il **secondo periodo del secondo comma** pone problemi interpretativi altrettanto complessi. Esso recita: "Nel caso di eventuali maggiori oneri, il Ministro dell'economia e delle finanze, dopo averne data tempestiva notizia al

Parlamento, assume le conseguenti iniziative, predisponendo, secondo le procedure previste dall'articolo 10, un apposito decreto che, variando opportunamente le aliquote delle singole imposte, corregga l'andamento del gettito per ripristinare la situazione di invarianza". Un primo problema è legato alla possibilità che, in tempi successivi alla approvazione di alcuni decreti delegati, si verifichi un gettito tributario inferiore a quello ipotizzato inizialmente. In questo, il testo della delega può essere interpretato come una autorizzazione al governo (o al Ministro) a predisporre decreti correttivi da sottoporre al vaglio della Commissione bicamerale di cui al successivo articolo 10. Questa procedura è stata ampiamente utilizzata nel passato per apportare correzioni ai testi dei decreti delegati approvati in precedenza. E' però la prima volta che si ipotizza espressamente che gli errori della relazione tecnica (che avrebbe dovuto garantire l'invarianza del gettito o la copertura finanziaria) possano essere corretti con un decreto legislativo anziché con una nuova legge. Sulla base di questa interpretazione si deve rilevare che il periodo di due anni per l'attuazione della delega (decreti delegati iniziali e successivi decreti correttivi) è inadeguato per accertare le eventuali carenze di gettito e quindi proporre gli ipotizzati aumenti delle aliquote. Bisognerebbe rendere esplicito che il termine per i decreti di eventuale aumento delle aliquote non sia inferiore a quattro anni.

C'è poi la questione di quale sia effettivamente l'organo di governo cui è attribuito il potere di proporre al Parlamento (e alla Commissione bicamerale cui è affidato il compito di formulare i pareri sui decreti proposti dal governo) i decreti correttivi (nel caso in esame, di aumento delle aliquote). In generale un decreto attuativo di una delega o un decreto correttivo di un precedente decreto delegato dovrebbero essere adottati dal Consiglio dei Ministri, su proposta di uno o più Ministri, e poi inoltrati al Parlamento. Lo stesso organo dovrebbe ricevere il parere del Parlamento espresso in questo caso dalla commissione bicamerale e poi emanare il testo definitivo del decreto delegato.

Il secondo periodo del secondo comma dell'art. 9 fa riferimento al Ministro dell'economia e delle finanze con un linguaggio un po' equivoco. Ad una prima lettura si direbbe che esso Ministro dispone del potere di trasmettere, direttamente, al Parlamento il testo del decreto correttivo con l'indicazione delle maggiori aliquote richieste per coprire le carenze di gettito rilevate. Il testo non tratta della emanazione del testo definitivo del decreto dopo il ricevimento del

parere della Commissione parlamentare. L'espressione verbale che attribuisce tali poteri al Ministro si esprime con la parola *predisporre*, una espressione che è più appropriata per la assegnazione di un compito che non per la attribuzione di un potere. Il compito di predisporre il testo di un qualsivoglia decreto correttivo in materia tributaria non può che spettare al Ministro dell'economia e delle finanze, come è sempre avvenuto anche nel passato.

E' dubbio che la proposizione in esame abbia assegnato al Ministro il compito di predisporre prima e poi inviare al Parlamento ed infine approvare definitivamente il testo del decreto correttivo. Per ottenere tale risultato è certo che avrebbe dovuto essere utilizzato un diverso linguaggio. Si può quindi supporre che si tratti più di una scivolata espressiva che non di un vero, radicale cambiamento nella distribuzione dei poteri tra Ministri e Consiglio dei Ministri.

Quali conclusioni? Una riforma così radicale, e così costosa, non può essere attuata in tempi brevi. Come lo stesso Governo sottolinea, "l'attuazione di una riforma fiscale così ampia ed intensa può essere solo graduale, tale da assicurare coerenza tanto con gli equilibri di finanza pubblica delineati negli strumenti di programmazione finanziaria adottati annualmente, quanto con gli impegni derivanti dai programmi di stabilità concordati con l'Unione europea". Le speranze di dare piena attuazione alla riforma fiscale – senza formulare giudizi sui suoi meriti allocativi – sono legate in modo determinante agli effetti che essa potrebbe avere sul tasso di crescita dell'economia italiana nei prossimi cinque anni. Se la crescita economica si mantiene nell'intorno del 2,0-2,5 per cento annuo in termini reali, la riforma – per la parte che comporta perdita di gettito – non si potrà realizzare se non nelle limitate prospettive che già erano state delineate dai precedenti governi (0,3 punti percentuali di PIL di riduzione di gettito), perché è impensabile che si possano trovare gli spazi finanziari necessari attraverso la riduzione delle spese. Se, per i forti effetti positivi della riforma fiscale, per ora non prevedibili e del tutto improbabili, sulla offerta di lavoro e sulla propensione ad avviare nuove iniziative da parte degli imprenditori italiani, il tasso di crescita dell'economia italiana dovesse aumentare al 4-5 per cento all'anno, allora il conseguente "dividendo fiscale" potrà far sì che una parte degli sgravi fiscali promessi divenga realtà. Tutto dovrà essere visto in futuro.

Il disegno di legge delega non è un capolavoro di chiarezza per quanto riguarda il rispetto delle regole costituzionali. La mancanza di chiarezza è

accentuata dal linguaggio della relazione di accompagnamento che evoca la possibile copertura dei costi finanziari del provvedimento attraverso gli effetti che lo stesso potrà avere sulla crescita economica. Un linguaggio equivoco non è necessariamente, in politica, un peccato grave. Dispiace che sia stato utilizzato uno strumento legislativo per presentare ciò che, meglio, avrebbe trovato posto in un programma di governo.

3. TASSI DI INTERESSE, MONETA E BANCHE*

Nella zona-Euro, e ancor più negli Stati Uniti, la congiuntura monetaria successiva agli attentati dell'11 settembre è stata caratterizzata da una forte riduzione dei tassi ufficiali. Dopo i primi interventi per contrastare eventuali ondate di panico, i successivi ribassi hanno avuto lo scopo di stimolare un'economia in fase di recessione e contrassegnata dalla mancanza di pericoli inflazionistici.

Attualmente la situazione politica internazionale sembra essersi stabilizzata, ma i segnali di una futura ripresa sono ancora contraddittori. In queste condizioni la Banca Centrale Europea non ha più ritenuto conveniente modificare i suoi tassi, fermi al livello del novembre 2001. La discesa dei rendimenti a breve – che aveva accompagnato quella dei tassi ufficiali – si è arrestata e non si prevedono, per il momento, rimbalzi dei tassi. La M3 è cresciuta sopra il suo valore di riferimento, anche se il fenomeno non viene considerato inflazionistico perché riconducibile al non positivo andamento delle borse che spinge a una maggiore liquidità. Nel contempo la crescita del credito è in flessione e tutte le previsioni sono a favore della stabilità dei prezzi.

Per quanto riguarda le banche, in Italia l'andamento degli aggregati è sostanzialmente in linea con quello del resto della zona-Euro: sta aumentando la raccolta diretta in c/c e in obbligazioni, mentre si è ridotta la crescita degli impieghi, specialmente a breve. All'interno della raccolta indiretta, si segnala la forte flessione della componente gestita. I tassi d'interesse si sono ridotti nell'ultimo quadrimestre, anche se il differenziale fra tassi attivi e passivi è rimasto sostanzialmente inalterato. Le previsioni indicano comunque che la discesa dei tassi bancari si sta esaurendo. Da un'analisi comparativa con gli altri paesi della moneta unica emerge che i tassi bancari dei vari sistemi tendono sostanzialmente a muoversi in sintonia mentre, per quanto riguarda il loro livello, le condizioni offerte dal nostro sistema creditizio sono, nel complesso, abbastanza favorevoli per la clientela.

* A cura di G. Verga.

3.1 Tassi ufficiali e politica monetaria*

Dopo la riduzione di mezzo punto dei tassi d'interesse avvenuta a ridosso degli attentati dell'11 settembre, l'unico provvedimento di modifica dei tassi ufficiali è stato il ribasso di un altro mezzo punto deciso all'inizio del novembre 2001 (con decorrenza 9 novembre, il *minimum bid rate* Repo è al 3,25%). Nel complesso, durante lo scorso anno la BCE ha ribassato per quattro volte i tassi ufficiali, per un totale di 150 punti base. Mentre l'intervento di settembre cadeva in un contesto eccezionale e drammatico, e poteva essere interpretato come un'azione di sostegno all'economia ed ai mercati finanziari in una fase di grande incertezza, il provvedimento di novembre sembra essere stato dettato da considerazioni di medio-lungo periodo (desumibili dalle dichiarazioni di Duisenberg nella conferenza stampa dell'8 novembre).

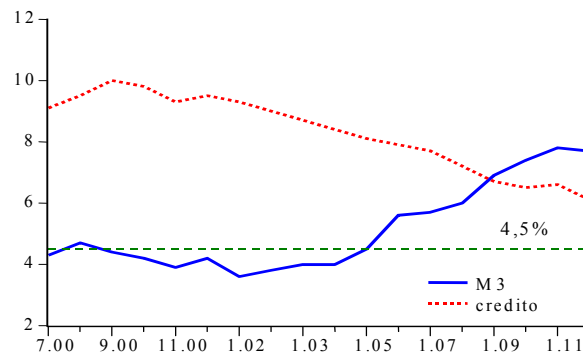
Anzitutto le aspettative sul tasso d'inflazione indicavano un sicuro ritorno alla stabilità dei prezzi (un'inflazione al di sotto del 2%) nel 2002. Questa previsione era sostenuta dalla prospettiva di una debolezza della domanda, sia per consumi sia per investimenti, negli ultimi mesi del 2001 e nei primi mesi del 2002; a questa si aggiungeva una perdurante debolezza della congiuntura mondiale, con evidenti riflessi negativi sulle esportazioni europee. Allo stesso tempo, la crescita della moneta (M3) al di sopra del valore di riferimento del 4,5% non destava preoccupazioni inflazionistiche, essendo imputata alla forte preferenza per la liquidità creatasi in seguito all'eccezionale volatilità dei mercati finanziari nel bimestre settembre-ottobre.

Successivamente, l'incertezza causata dagli avvenimenti di settembre si è andata gradualmente dissolvendo, lasciando spazio ad una visione meno pessimistica sull'evoluzione dell'economia. Ciò ha indotto le banche centrali - non solo quella europea - ad interrompere il trend al ribasso dei tassi d'interesse ufficiali. Attualmente si può dire che l'atteggiamento operativo della BCE (così come quello della FED) è orientato alla stabilità dei tassi d'interesse: le ragioni alla base dei precedenti ribassi sono in buona parte venute meno, e non si vedono motivi che giustifichino un rialzo dei tassi nell'immediato futuro (e ciò è desumibile sia dalle dichiarazioni di Duisenberg nella conferenza stampa del 7 febbraio, sia dal Bollettino mensile di febbraio della BCE).

* A cura di A. Baglioni.

In particolare, per quanto riguarda il primo pilastro della politica monetaria in Europa, la crescita di M3, ampiamente sopra il valore di riferimento (che è stato confermato al 4,5% nella riunione del Consiglio direttivo del 6 dicembre), non desta al momento preoccupazioni inflazionistiche. Ciò in considerazione sia del fatto che la forte crescita della preferenza per la liquidità continua ad essere giudicata un fenomeno eccezionale e temporaneo, sia del fatto che essa è accompagnata da un trend decrescente dell'espansione del credito al settore privato (FIG. 3.1). Duisenberg ha comunque tenuto a precisare che “una continuazione della forte crescita di M3 potrebbe determinare una revisione della politica monetaria, specialmente se vi fossero ulteriori evidenze di una ripresa nell'economia nell'Area Euro” (ECB, *Press Conference*, 7 febbraio 2002).

FIG. 3.1 – Crescita di M3 e del credito
(dati mensili; periodo luglio 2000 - dic. 2001)



Fonte: BCE.

Per quanto riguarda il secondo pilastro, le prospettive di crescita dell'economia europea presentano segni di miglioramento: la tenuta dei fattori fondamentali, le condizioni finanziarie favorevoli, nonché i dati provenienti dalle *surveys* congiunturali lasciano prevedere una ripresa del ciclo economico nel corso di quest'anno, sostenuta sia dalla domanda interna sia dall'evoluzione della congiuntura mondiale. Allo stesso tempo, le aspettative inflazionistiche rimangono favorevoli, indicando un ritorno del tasso d'inflazione al di sotto della soglia del 2% quest'anno, grazie all'assenza di pressioni al rialzo sui prezzi nel medio-lungo termine (TAB 3.1). Il Presidente ha infatti affermato che “il recente

incremento dell'inflazione [gennaio 2001] è dovuto in gran parte a fattori eccezionali e transitori – come avverse condizioni meteorologiche in alcune parti dell'Area Euro, che hanno determinato aumenti dei prezzi degli alimentari – e l'influenza anticipata di imposte indirette e effetti dovuti allo sviluppo dei prezzi energetici” (ibidem).

TAB. 3.1 – Area Euro: previsioni della BCE e di altre istituzioni

	Inflazione			Crescita del PIL in termini reali		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003
BCE (giugno 2001)	2,3-2,7	1,2-2,4	n.d.	2,2-2,8	2,1-3,1	n.d.
BCE (dicembre. 2001)	2,6-2,8	1,1-2,1	0,9-2,1	1,3-1,7	0,7-1,7	2,0-3,0
Commissione Europea (nov. 2001)	2,8	1,8	1,8	1,6	1,3	2,9
FMI (nov 2001)	2,7	1,7	n.d.	1,6	1,3	n.d.
OCSE (nov.2001)	2,5	1,6	1,7	1,6	1,4	3,0
Consensus Economic Forecast (nov.2001)	2,6	1,7	n.d.	1,5	1,5	n.d.
Survey of Professional Forecasters (nov.2001)	2,6	1,7	1,8	1,5	1,5	2,5

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, dicembre 2001.

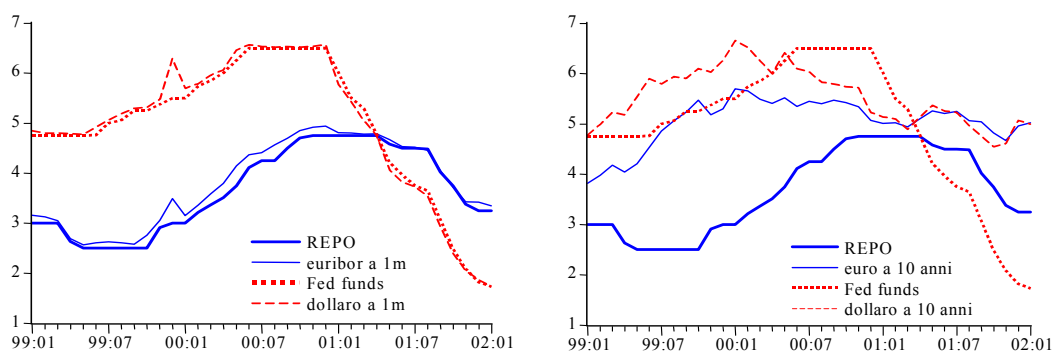
3.2 I tassi di mercato e le aspettative *

I tassi di mercato. Fino a gennaio 2002 (ultimo mese disponibile) i tassi di mercato a breve hanno continuato la loro discesa sia negli Stati Uniti sia in Europa; la tendenza al ribasso si è comunque molto attenuata a gennaio. I rendimenti mensili sull'euro e sul dollaro hanno ricalcato i movimenti dei rispettivi tassi ufficiali, così che ora i rendimenti a breve americani sono a un livello molto inferiore di quelli della zona-Euro (FIG. 3.2).

Per quanto riguarda invece i tassi a lunga, la tendenza al ribasso presente da alcuni mesi negli Stati Uniti ha manifestato, dopo i minimi di ottobre-novembre, una certa controtendenza. I tassi europei si sono sostanzialmente mossi in sintonia con i rendimenti a lunga sul dollaro e, da alcuni mesi, anche i loro livelli sono molto simili (FIG. 3.2).

* A cura di G. Verga.

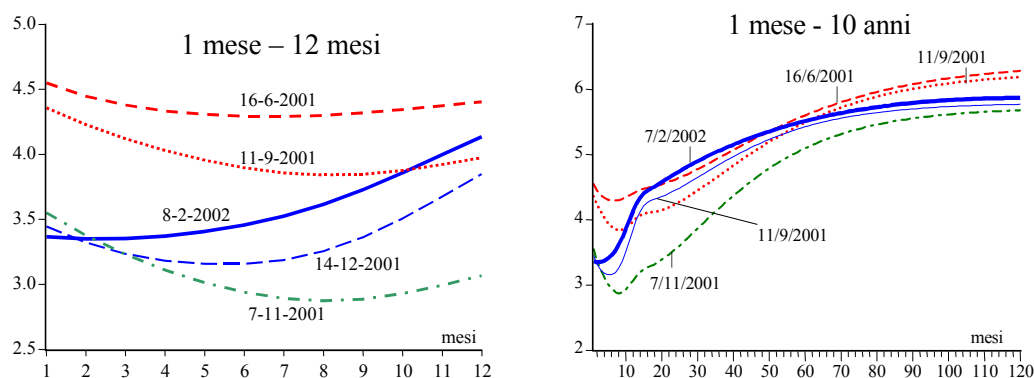
FIG. 3.2 – Tassi a breve e a lunga nella zona-Euro e negli USA
(dati mensili; periodo gen. 1999 – gen. 2002)



Fonte: BCE

Le aspettative. Fino a novembre 2001 la curva dei tassi impliciti, calcolata in base alla struttura per scadenza dei rendimenti dell'Area Euro, si è significativamente spostata verso il basso, specialmente nella sua parte iniziale. In dicembre e gennaio la curva dei tassi impliciti mensili ha invece cominciato a muoversi verso l'alto ed è ritornata crescente nel tratto iniziale: anche se i tassi a 1 mese hanno continuato a ridursi fino a gennaio, ora le aspettative sono di una sostanziale breve stabilità, cui dovrebbe seguire una crescita (FIG. 3.3).

FIG. 3.3 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(fino a 12 mesi: Euribor, oltre 12 mesi IRS)

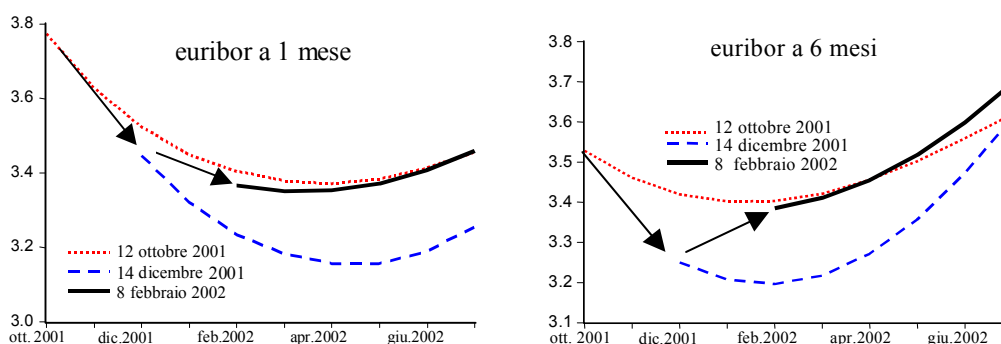


Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*; vari numeri;
stima: interpolazione non lineare con *fuzzy OLS* di Giles e Draeseke (2001).

Il segmento per le date più lontane si è invece solo leggermente spostato verso l'alto e rimane sotto il livello cui era attestato prima della crisi di settembre.

Le previsioni sull'andamento dei tassi contenute nella curva dei tassi impliciti, riportate nella FIG. 3.4, sono orientate verso una modesta crescita.

FIG. 3.4 – Andamento previsto dell'Euribor calcolato in base ai tassi impliciti



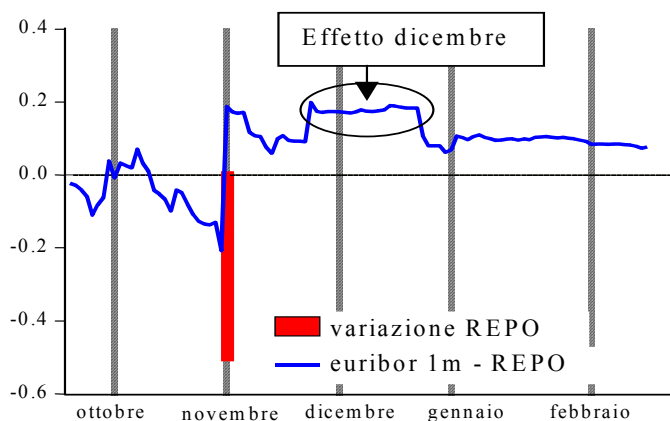
Note: Le frecce indicano i movimenti effettivi

Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*, vari numeri

E' significativo osservare che gli attuali valori dei tassi (febbraio 2002) e le previsioni per i prossimi mesi, ricalcano esattamente le indicazioni fornite ad ottobre dai tassi impliciti. La traslazione verso il basso della curva di dicembre rappresenta in un certo senso una sovra-reazione alla situazione economica e internazionale e alla politica della Banca Centrale: a differenza dell'Euribor a 6 mesi, infatti, il movimento dell'Euribor a 1 mese non si è molto allontanato dalle previsioni a breve contenute nei tassi impliciti.

La FIG. 3.5, che riporta l'andamento del differenziale tra l'Euribor a 1 mese e il Repo e le variazioni del Repo, mostra che all'inizio di novembre il mercato si attendeva una riduzione del tasso ufficiale di 0,25 punti, inferiore allo 0,50 effettivamente introdotto dalla BCE. A partire da quella data non vi sono più state aspettative di variazioni, né verso l'alto né verso il basso, dei tassi ufficiali: all'avvicinarsi delle riunioni del Consiglio Direttivo il grafico del differenziale è rimasto quasi perfettamente piatto.

FIG. 3.5 – Differenziale tra l’Euribor a 1 mese e il Repo e variazioni del Repo
(periodo: 1 ott. 2001 – 20 feb. 2002; dati giornalieri)



Note: le linee tratteggiate indicano le riunioni della BCE

Fonte: Datastream

I tassi a lunga nella zona-Euro: alcuni problemi per la politica monetaria.

Nello scorso numero dell’Osservatorio Monetario (p. 39 e segg.) era stato sollevato il problema della scarsa controllabilità dei tassi a lunga nella zona-Euro, e quanto ciò potesse indebolire l’efficacia della politica monetaria. Una prima risposta era stata che questo, di per sé, non dovrebbe costituire un problema per la Banca Centrale Europea. Una componente importante della politica della BCE è infatti l’ipotesi che, nel lungo periodo, l’occupazione e la crescita economica si portino ai loro valori “naturali”, i quali sono influenzati (negativamente) dal rischio indotto dall’instabilità dei prezzi. Questa stessa asserzione è alla base del cosiddetto modello di *incoerenza temporale*, di cui uno dei principali risultati è che la politica monetaria deve essere orientata alla stabilità dei prezzi nel medio-lungo periodo. Poiché in equilibrio il tasso d’interesse a lunga nominale R^* è dato dal tasso d’inflazione atteso più il tasso reale di equilibrio, ne consegue che il suo valore atteso per il medio-lungo periodo sarà proprio pari ad R^* , indipendentemente dall’attuale livello del tasso ufficiale. Ne deriva che un elemento dello schema di politica monetaria della BCE è anche la rinuncia al controllo – se non per aspetti marginali - dei tassi a lunga, i quali dovrebbero riflettere soprattutto le aspettative sull’andamento *futuro* medio dei tassi a breve, e quindi oscillare attorno al valore di R^* . A differenza della trappola della liquidità keynesiana, in cui la politica monetaria fallisce perché i tassi a lunga non sono manovrabili, qui i tassi a lunga “non manovrabili” fanno parte dell’elemento

stabilizzatore della politica monetaria, rivolta al medio e non al breve periodo. La Banca Centrale si limita a controllare i tassi a breve e i rendimenti ad essi collegati (tassi bancari, ecc.) perché lascia che i tassi a lunga rimangano attestati ai loro valori “naturalisti”.

Un elemento disturbatore di questo schema è però costituito dal fatto che i movimenti dei tassi a lunga europei ricalcano quelli degli analoghi rendimenti americani (FIG. 3.2). In questo caso ci può essere il rischio che, qualora le condizioni economiche della zona-Euro e degli Stati Uniti divergano, i nostri tassi a lunga si portino a un valore nominale (e quindi, date le aspettative inflazionistiche, anche reale) non ottimale per la politica monetaria. Dall'analisi condotta sui legami tra i tassi impliciti delle due economie (vedi il Riquadro 3 in Appendice) risulta che l'influenza dei tassi a lunga USA su quelli euro non è un fenomeno contingente: è un fenomeno ineliminabile che può essere solo attenuato da un aumento della rilevanza dell'euro nelle scelte internazionali di portafoglio. La Banca Centrale Europea controlla facilmente i tassi a breve, ma, per quelli a lunga, il ruolo rilevante lo svolge, anche all'interno della zona-Euro, il rendimento delle attività denominate in dollari. Un'importante conseguenza pratica di questo fatto è anche che, mentre i tassi impliciti ricavabili dai tassi a breve in euro (il cosiddetto “primo tratto” della curva dei tassi impliciti) possono essere considerati una buona misura delle aspettative del mercato, i tassi impliciti ricavati dai tassi a lunga risultano fortemente distorti dall'influenza dei tassi americani: essi non danno quindi buone indicazioni sulle aspettative di medio-lungo termine del rendimento in euro.

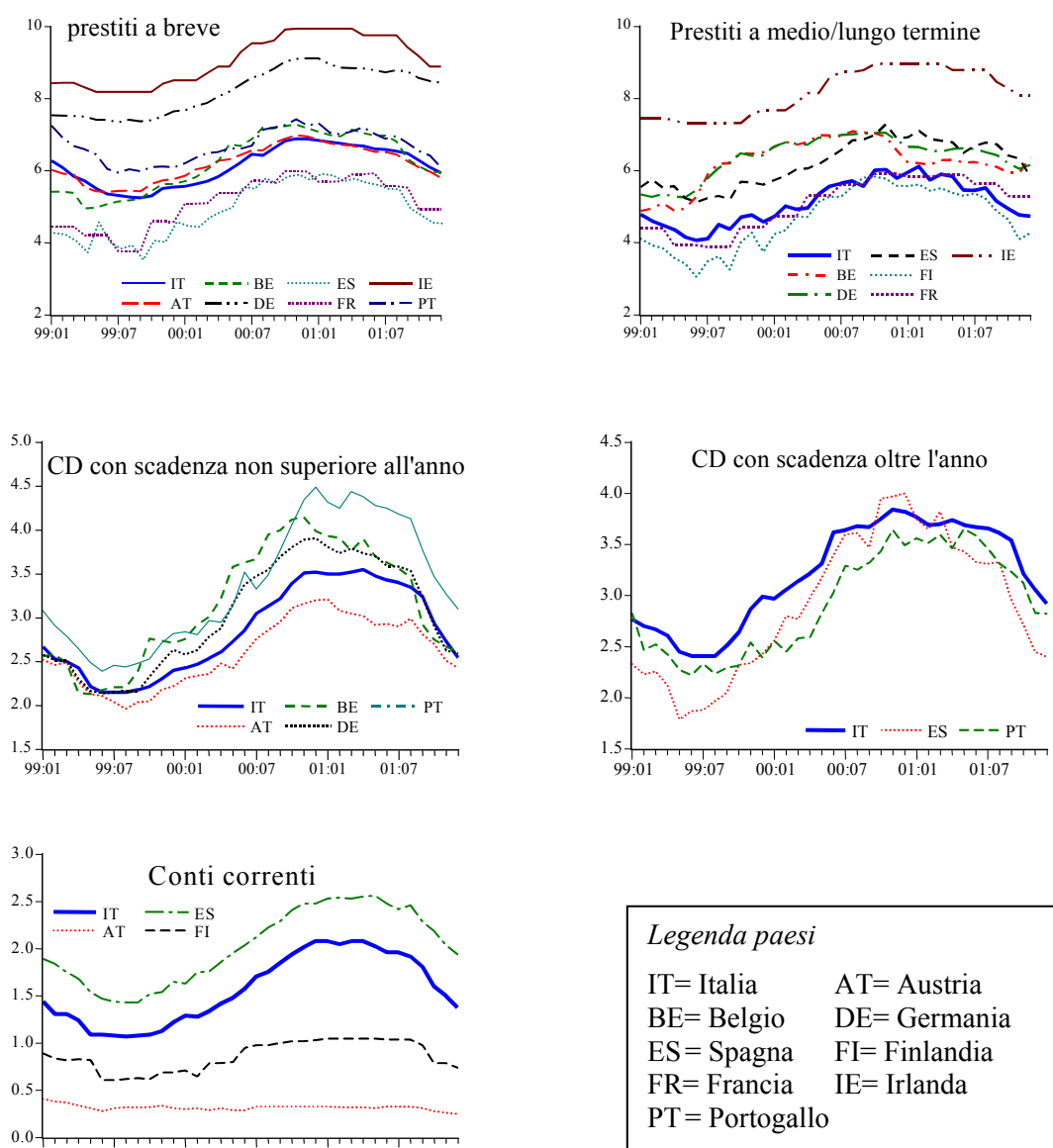
3.3 I tassi bancari italiani e quelli esteri: un confronto

La Banca Centrale Europea fornisce su Internet le serie analitiche dei principali tassi bancari dei paesi della Comunità. I tassi sono divisi in 10 gruppi e, per certi paesi, alcuni gruppi sono divisi in due sottogruppi. Le serie non sono comunque sempre disponibili per tutti i paesi.

Per effettuare un confronto fra i tassi bancari italiani e quelli degli altri paesi della zona-Euro sono stati presi i gruppi per cui la BCE fornisce dati anche per il nostro sistema, e si sono considerate solo le serie di quei paesi le cui

definizioni (analiticamente precisate dalla BCE) fossero sufficientemente omogenee con le nostre. Nell'analisi sono stati trascurati i paesi non partecipanti alla moneta unica e la Grecia. Sono stati anche tralasciati i gruppi (1) e (10), per i quali, anche se sono disponibili le serie dei tassi italiani, un confronto con gli altri paesi non risulterebbe significativo per l'eccessiva eterogeneità delle definizioni.

FIG. 3.6 – Un confronto tra i tassi bancari italiani e quelli degli altri paesi della zona-Euro
(dati mensili; periodo gen.1999- dic. 2001)



Fonte: BCE e Banca d'Italia per i CD sotto i 6 mesi.

Il confronto tra gli andamenti delle serie relative all'Italia con quelli degli altri paesi è riportato nella FIG. 3.6 dove, per chiarezza, l'andamento dei tassi italiani è sempre stato rappresentato in grassetto. Ne emergono due risultati particolarmente interessanti.

(i) Per quanto riguarda la politica monetaria, si osserva che l'andamento dei tassi bancari degli altri paesi è sostanzialmente omogeneo con quello dei nostri. Di conseguenza, come accade per i tassi italiani, anch'essi risentono pesantemente dell'andamento del Repo e dei tassi a breve (a loro volta collegati all'andamento effettivo e atteso del Repo). La Banca Centrale Europea esercita quindi un notevole potere di controllo sui tassi bancari e l'impatto delle sue manovre è abbastanza simile in tutte le diverse economie: almeno da questo punto di vista, quindi, non emergono problemi di risposte asimmetriche alla politica monetaria.

(ii) Per quanto riguarda invece la posizione dell'Italia nei confronti dell'estero, si rileva che, nel complesso, i tassi praticati alla clientela italiana risultano relativamente favorevoli: i nostri tassi attivi sono fra i più bassi mentre quelli passivi fra i più alti (a parte i CD sotto l'anno che si sono portati solo recentemente nella fascia alta). Va comunque osservato che le serie considerate, per quanto scelte tra le più omogenee disponibili, non sono perfettamente confrontabili, e questo può in parte spiegare alcuni dei differenziali tra paese e paese.

3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse*

I dati sugli aggregati e sui tassi bancari relativi al terzo quadrimestre del 2001 risentono degli eventi verificatisi nel mese di settembre e, in particolare, del clima di forte instabilità che ha conseguentemente caratterizzato i mercati finanziari e dell'incertezza degli operatori economici. Le tendenze più marcate sono rappresentate - come di seguito illustrato - da un rallentamento della crescita degli impieghi a cui si contrappone una consistente ripresa della raccolta.

* A cura di L. Nieri e S. Corona.

Gli impieghi. Nel periodo agosto-dicembre 2001 è proseguita la graduale decelerazione della crescita degli impieghi - in corso già dal primo quadrimestre dell'anno - che si è acuita nei mesi successivi a settembre quando si è tornati a tassi di variazione (8,1% gli impieghi vivi a dicembre, TAB. 3.2) analoghi a quelli registrati all'inizio del 1999. La componente che si è rilevata meno dinamica e che si è dimostrata più sensibile alla fase negativa del ciclo economico è quella degli impieghi a breve termine (6,3% a dicembre), mentre quella a lungo termine si è mantenuta su tassi di variazione simili a quelli registrati nel corso dell'anno (9,2% a dicembre). Il presente andamento si è confermato anche nel mese di gennaio, durante il quale i prestiti a breve sono cresciuti del 6,2% e quelli a medio-lungo termine del 10,2%. Il diverso andamento delle due componenti degli impieghi si spiega, da un lato, con la naturale maggiore inerzia delle forme tecniche a medio-lungo termine, dall'altro, con il diverso atteggiamento delle due principali categorie di prenditori, e cioè famiglie e imprese. Se per le imprese - ancora principalmente indebitate a breve termine - l'incertezza circa le prospettive dell'economia ha infatti suggerito un atteggiamento di tipo prudentiale, che ha portato a ridurre la consistenza delle scorte e del capitale circolante, le famiglie, di fronte alle negative performance dei mercati finanziari, hanno rivalutato gli investimenti alternativi, tra cui quelli immobiliari, alimentando così la domanda di mutui. Accanto a ciò si rileva che talune banche, al fine di evitare il peggioramento del rischio di credito, hanno negli ultimi mesi reso più stringenti che in passato le procedure di affidamento, contribuendo in tal modo a ridurre l'offerta di credito soprattutto attraverso le forme tecniche che non consentono un attento presidio del rischio (segnatamente, le aperture di credito in c/c).

La qualità del portafoglio crediti - espressa dall'incidenza delle sofferenze sul portafoglio prestiti - risulta peraltro in continuo miglioramento se si considerano i soli prestiti concessi a residenti (5,6% a gennaio 2002 rispetto a 6,6% a gennaio 2001). Tuttavia esistono timori che tale situazione - che peraltro risente positivamente del ricorso da parte delle banche ad operazioni di cartolarizzazione di prestiti *non performing* - possa peggiorare qualora gli eventi di settembre dovessero provocare un ulteriore rallentamento della crescita di taluni settori dell'economia italiana, e soprattutto di quelli ai quali il sistema bancario ha nei mesi passati concesso credito in misura molto consistente pur in presenza di incerte aspettative reddituali.

Diversa appare invece la situazione se si estende l'analisi anche ai prestiti concessi ai non residenti: i recenti eventi di default che hanno interessato lo Stato Argentino e alcune società estere - quali Swiss air e Enron - hanno difatti coinvolto anche le principali banche italiane che stanno rivedendo al ribasso la valutazione di queste categorie di prestiti e stanno aumentando gli accantonamenti. Il tema del rischio di credito associato a prenditori esteri e al rischio paese è indirettamente trattato nel successivo capitolo 4.

TAB. 3.2 - 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 Set	12,3	14,3	18,3	10,6	-20,5	9,1
Dic	11,9	14,3	18,6	10,2	-19,7	7,4
2001 Mar	11,1	13,3	17,1	9,6	-15,7	-6,1
Giu	8,7	11,1	12,7	9,6	-11,1	-4,7
Set	8,0	10,1	10,3	9,9	-10,2	-3,8
Ott	7,7	9,7	9,1	10,3	-10,8	-3,9
Nov	7,7	9,7	8,8	10,5	-9,2	-0,1
Dic	6,3	7,7	6,3	9,0	-8,4	1,7
2002 Gen	6,6	8,1	6,2	10,2		

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

La minore crescita dei prestiti non è stata in alcun modo controbilanciata dal portafoglio titoli, la cui consistenza si è ulteriormente ridotta. Oltre ai bassi rendimenti associati ai titoli di Stato e ai timori circa il possibile aumento del rischio associato alla componente *corporate*, la riduzione dell'utilizzo dei Pronti contro Termine come strumento di raccolta ha di fatto attenuato l'interesse delle banche per la detenzione di titoli di debito. Le azioni continuano a rappresentare una componente poco significativa dell'attivo e il loro valore si riduce anche a motivo della discesa dei corsi di borsa, con conseguenze negative anche sui conti economici delle banche.

La raccolta. La rilevante volatilità dei mercati finanziari, ulteriormente acuitasi successivamente all'11 settembre, ha determinato un graduale spostamento degli investitori verso attività finanziarie a rischio più contenuto,

favorendo così il processo di crescita della raccolta bancaria che aveva preso avvio già nel secondo quadrimestre dell'anno. Nel terzo quadrimestre il flusso di raccolta è stato pari a oltre 54.000 milioni di Euro (che si contrappone ai 13.000 del secondo quadrimestre) a cui hanno contribuito positivamente i depositi in c/c (57.000 milioni di euro) e negativamente i Pronti contro Termine (-15.000 milioni di euro). Diversamente dai precedenti mesi dell'anno, in cui le emissioni obbligazionarie avevano trainato l'aumento della raccolta, nell'ultima parte dell'anno anche i depositi a vista hanno infatti registrato tassi di crescita elevati (9,4% a dicembre, TAB. 3.3). L'aumento dei depositi in c/c è dovuto essenzialmente alla riduzione per i risparmiatori del costo-opportunità di detenere liquidità e all'incertezza circa lo scenario economico globale e, conseguentemente, i rendimenti offerti dagli strumenti alternativi che ha indotto anche gli investitori istituzionali - in specie, i fondi comuni di investimento - ad incrementare la quota del proprio portafoglio investita in liquidità. La disponibilità per le banche di risorse a costi piuttosto contenuti - il tasso sui c/c è infatti il più basso tra quelli applicati ai depositi (TAB. 3.5) - le ha indotte a rivedere le proprie politiche di raccolta e a disincentivare l'uso di forme più onerose quali i Pronti contro Termine che, hanno fatto segnare negli ultimi mesi una riduzione delle consistenze.

Si mantiene invece elevato il ricorso all'emissione di obbligazioni (11% a dicembre) confermando le tendenze rilevate nei mesi precedenti. Va peraltro osservato che, grazie al rinnovato interesse dei risparmiatori per investimenti a basso rischio, si è accresciuta la percentuale di obbligazioni collocate attraverso la rete di sportelli presso la clientela *retail* rispetto a quelle collocate nell'Euromercato, fatto che appare in grado di ridurre l'onerosità di questa forma di raccolta in presenza del minore grado di concorrenza del mercato bancario al dettaglio. Il sostenuto ricorso alla raccolta obbligazionaria è motivato da fattori attinenti sia la domanda sia l'offerta; a riguardo di quest'ultima si rileva infatti, a fronte di un aumento degli impieghi a medio-lungo termine, la volontà di contenere il *mismatching* di scadenze tra attivo e passivo. A fine dicembre le obbligazioni - incluse quelle subordinate - continuano infatti a rappresentare circa il 73% dei prestiti oltre il breve termine, confermando l'attenzione delle banche per il controllo dei rischi di tasso e di liquidità.

Nell'ambito della raccolta indiretta prosegue anche negli ultimi quattro mesi dell'anno la contrazione della componente gestita (-14% a novembre).

Questo andamento risulta del tutto coerente con la contrazione della raccolta dei fondi comuni di cui si tratta nel prossimo capitolo e appare giustificato dagli sfavorevoli andamenti dei mercati finanziari, oltre che in taluni casi anche dalle deludenti performance dei gestori. Per contro, aumenta a tassi sostenuti (15% a dicembre) la consistenza dei titoli di proprietà della clientela in deposito presso le banche, all'interno dei quali si è accresciuto il peso di titoli di debito emessi da società non finanziarie e di quelli dei paesi emergenti. Quest'ultimo fenomeno appare motivato - in uno scenario di tassi relativamente bassi - dalla ricerca da parte degli investitori di una maggiore redditività cedolare. Tale comportamento, in taluni casi assecondato dalle stesse banche, tende a sottovalutare, peraltro, i consistenti rischi associati a questa tipologia di titoli (ad esempio i titoli dello Stato Argentino).

TAB. 3.3 - Tassi di variazione annua delle principali voci del passivo e raccolta indiretta delle banche italiane

		Depositi					Totale Obblig.	Raccolta Diretta	Raccolta Indiretta* (Titoli in deposito)	
		totali	a vista	con durata prestab.	rimb.con preavv.	P/T			totale	di cui: gestita
2000	Set	4,3	8,7	-16,4	-5,3	17,5	11,1	6,5	-2,8	4,7
	Dic	3,9	5,9	-18,0	-6,6	35,7	11,4	6,3	-0,6	-5,8
2001	Mar	1,5	0,9	-19,7	-7,1	42,6	9,9	4,3	3,5	-8,6
	Giu	2,4	3,3	-19,0	-6,1	29,8	10,6	5,1	5,7	-11,1
	Set	4,7	6,4	-18,2	-3,6	26,8	11,4	7,0	2,8	-16,0
	Ott	4,8	6,9	-17,1	-2,4	20,7	11,3	7,0	4,5	-19,2
	Nov	6,2	9,3	-15,6	-1,5	16,1	11,6	8,0	4,9	-17,7
	Dic	6,5	9,4	-11,8	0,1	11,6	10,6	7,9	9,7	-14,4
2002	Gen	7,0	11,3	-11,3	0,3	3,2	11,1	8,4		

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

Tassi attivi. Proseguendo la tendenza rilevata nei mesi passati, anche nell'ultimo quadrimestre dell'anno l'intera struttura dei tassi di interesse attivi praticati dalle banche è diminuita. In particolare i ribassi più consistenti si sono verificati nell'ambito delle nuove erogazioni di mutui alle famiglie e alle imprese (rispettivamente -101 e 79 punti base tra fine agosto e fine dicembre) per i quali si sono registrati mark-up (tassi sulle nuove erogazioni - tasso sui Bund a 10 anni) in forte contrazione: a dicembre 2001 si è di fatto azzerato il mark-up per i nuovi mutui alle imprese e si è dimezzato quello relativo alle famiglie (da 212 bps di

gennaio 2001 a 112 bps di dicembre). Tali politiche di tasso sono presumibilmente spiegate, per quanto concerne i prestiti alle imprese, dal tentativo di sostenere la domanda di credito a medio-lungo termine in uno scenario macroeconomico di forte stagnazione; con riferimento ai crediti alle famiglie, esse appaiono invece spiegate dall'accesa concorrenza che ormai da diverso tempo contraddistingue questo comparto dei prestiti bancari.

TAB. 3.4 - Tassi attivi (sui crediti in Euro)

	A breve			A medio-lungo			
	c/c	Min.	Medio	sulle consistenze	sulle nuove erogazioni		
					alle imprese	alle famiglie	
2000	Set	7,47	4,40	6,63	6,41	5,57	6,62
	Dic	7,65	4,71	6,88	6,53	5,79	6,51
2001	Mar	7,55	4,72	6,76	6,52	5,74	6,94
	Apr	7,54	4,69	6,72	6,48	5,90	6,88
	Mag	7,52	4,69	6,69	6,45	5,84	6,91
	Giu	7,45	4,62	6,61	6,39	5,46	6,75
	Lug	7,42	4,55	6,59	6,26	5,45	6,63
	Ago	7,38	4,51	6,54	6,23	5,52	6,89
	Set	7,34	4,35	6,48	6,18	5,15	6,62
	Ott	7,22	3,99	6,29	6,03	4,94	6,39
	Nov	7,00	3,78	6,11	5,96	4,77	6,30
	Dic	6,77	3,59	5,94	5,83	4,73	5,88
2002	Gen	6,73	3,51	5,84	5,61	4,58	6,00
	10-Gen-02	6,75	3,52	5,84			
	20-Gen-02	6,77	3,50	5,87			
	31-Gen-02	6,69	3,49	5,82			

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

Tassi passivi. Anche i tassi passivi hanno evidenziato negli ultimi quattro mesi un trend discendente che ha interessato principalmente i depositi a vista, scesi da 1,93% di fine agosto a 1,38% di fine dicembre. Un simile andamento è confermato anche dai dati relativi a gennaio. Anche sul segmento del medio-lungo termine si è rilevata una diminuzione dei tassi: particolarmente sensibile la contrazione di quello relativo alle nuove emissioni di obbligazioni a tasso variabile, ridottosi di quasi un punto percentuale nel periodo agosto-dicembre

anche a seguito dell'accresciuta possibilità di collocamento degli strumenti in questione nel mercato al dettaglio.

TAB. 3.5 – Tassi passivi (sui depositi in Euro)

		Depositi				Obbligazioni		
		c/c	CD lire	Max Depositi	Medio Depositi	Medio Consistenze	Emissioni	
							Tasso fisso	Tasso var.
2000	Set	1,85	3,86	4,34	2,00	4,75	4,86	4,92
	Dic	2,08	3,94	4,71	2,20	4,96	4,76	4,98
2001	Mar	2,08	3,82	4,63	2,18	4,86	4,49	4,66
	Giu	1,97	3,62	4,49	2,04	4,73	4,59	4,49
	Set	1,81	3,53	4,24	1,89	4,60	3,99	4,17
	Ott	1,60	3,47	3,97	1,69	4,46	3,76	3,92
	Nov	1,50	3,38	3,77	1,59	4,39	3,52	3,62
	Dic	1,38	3,26	3,53	1,47	4,28	4,02	3,47
2002	Gen	1,37	3,15	3,43	1,45	4,21	3,75	-
	10-Gen-02	1,38	3,17	3,45	1,46			
	20-Gen-02	1,35	3,13	3,40	1,44			
	30-Gen-02	1,36	3,08	3,39	1,42			

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

Gli spread. Nel corso dell'ultimo quadrimestre gli *spread* tra tassi attivi e passivi si sono mantenuti sostanzialmente invariati, ancorchè quello relativo ai tassi a breve termine evidenzia un lieve deterioramento (FIGG. 3.7/a-d). La stabilità degli *spread* è dovuta alla tendenziale vischiosità mostrata dai tassi bancari nel periodo in esame. Il *mark-up* relativo ai prestiti a breve termine è infatti cresciuto in misura significativa (da 2,21 punti in agosto a 2,62 in dicembre) e il *mark-down* relativo ai soli depositi si è ridotto da 2,34 a 1,85, evidenziando un uguale ritardo nell'adeguamento ai tassi di mercato.

Il diverso andamento dei *mark-up* relativi ai prestiti - in diminuzione sul medio-lungo termine e in aumento sul breve - riflette una minore propensione a concedere prestiti a breve termine in c/c, che offrono un minore presidio del rischio di credito, rispetto a forme tecniche quali i mutui, e pertanto un atteggiamento di cautela delle banche di fronte all'incertezza dello scenario economico.

FIG. 3.7/a - SPREAD1 = Tasso medio attivo b/t - Tasso medio depositi

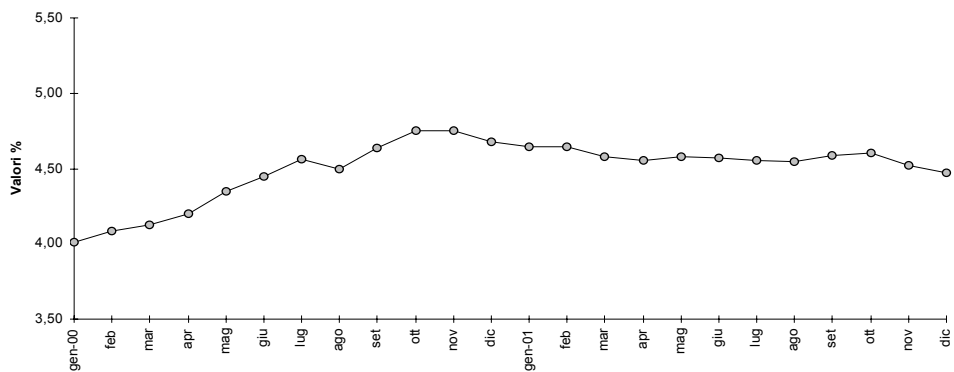


FIG. 3.7/b - SPREAD2 = Tasso medio attivo m/l - Tasso medio obbligazioni

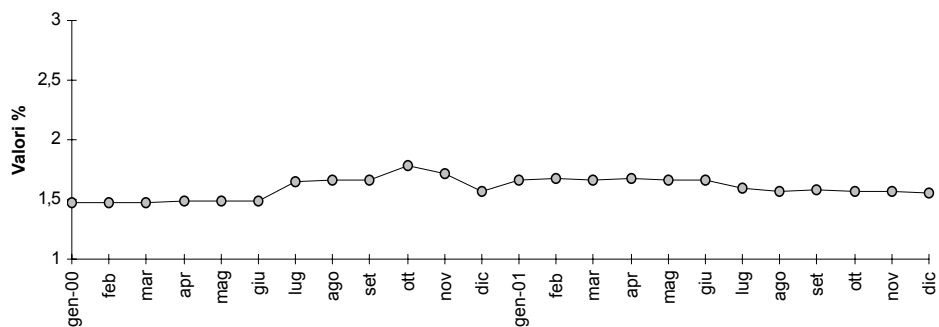


FIG. 3.7/c - MARK UP = Tasso medio attivo b/t - EURIBOR

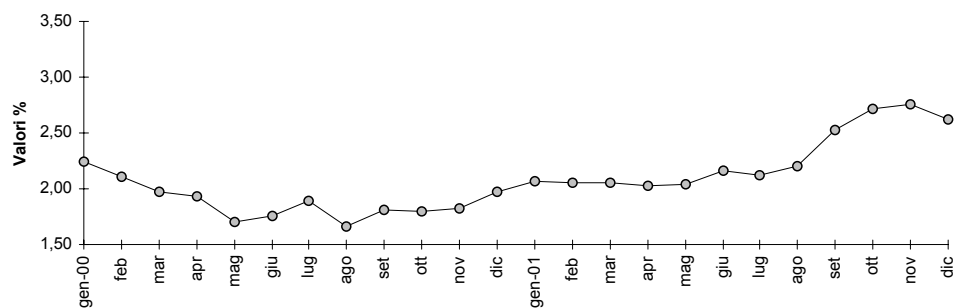
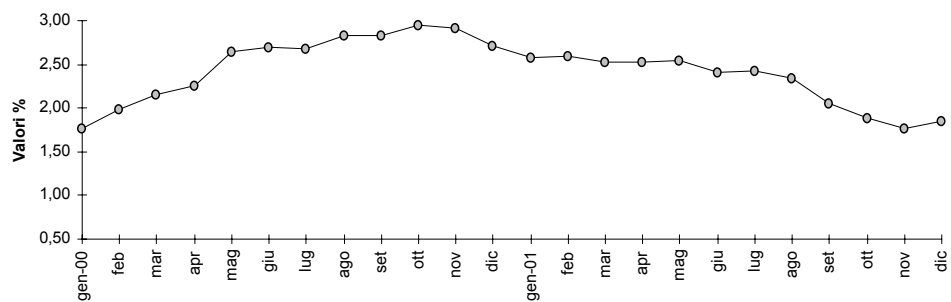


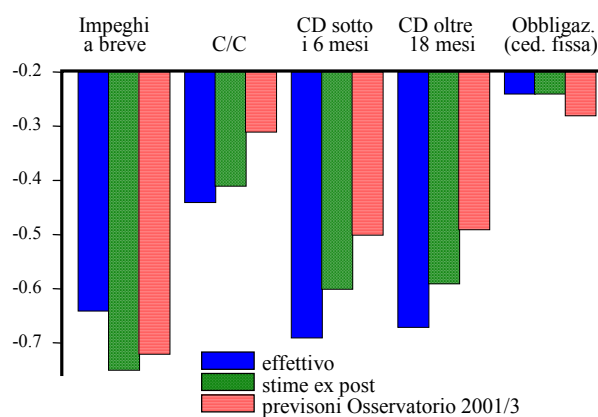
FIG. 3.7/d - MARK DOWN = EURIBOR - Tasso medio depositi



3.5 Le previsioni sull'andamento dei tassi bancari*

Da settembre a gennaio 2001 (ultimo dato disponibile) i tassi bancari hanno subito significative riduzioni (FIG. 3.8). Anche il rendimento delle obbligazioni bancarie a tasso fisso di nuova emissione, il cui rendimento aveva subito un imprevisto aumento a dicembre, si è poi abbassato a gennaio. Questa riduzione superiore alle previsioni ha riguardato soprattutto i tassi passivi, più sensibili alle variazioni del tasso ufficiale, per i quali le stime presentate nello scorso numero dell'Osservatorio risultano sottovalutate. Il principale motivo di ciò va ricercato nella sottovalutazione della riduzione del Repo, per il quale erano stati previsti due separati interventi di 0,25 punti (di cui la seconda nel 2002), mentre già a novembre il tasso è stato abbassato di 50 bps. Questo ha fatto sì che la riduzione dei tassi, che secondo le previsioni doveva ripartirsi fra la fine del 2001 e l'inizio del 2002, si sia invece concentrata negli ultimi due mesi dello scorso anno. Anche introducendo nelle nostre equazioni i valori effettivi del Repo e dell'Euribor e ricalcolando le stime, si ottiene comunque una previsione della riduzione dei tassi passivi inferiore, anche se di poco, a quelle effettive; il contrario avviene per i tassi attivi.

FIG. 3.8 - Variazione dei tassi bancari fra settembre e gennaio 2001



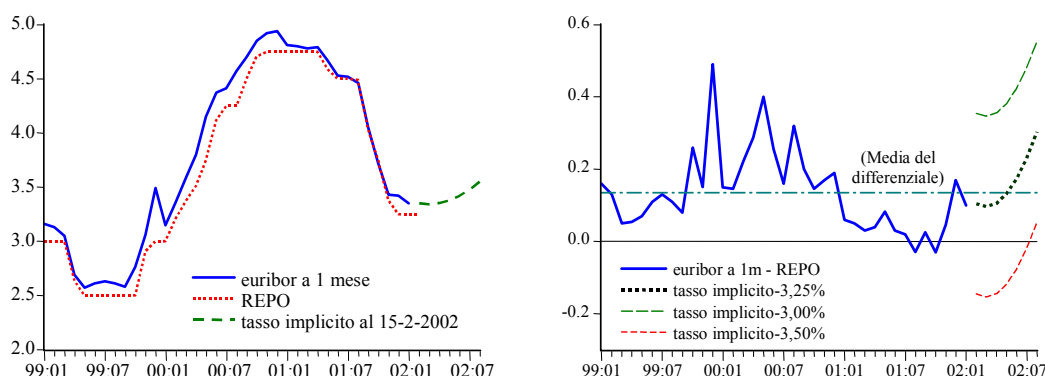
Note: Stima ex-post = stima ricalcolata in base ai dati effettivi di Repo e Euribor.

Fonte: ns. elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE.

* A cura di G. Verga e A. Aleati.

Passando alle prospettive per i prossimi mesi, la prima osservazione da fare è che, almeno fino a gennaio, permaneva qualche differenza tra il primo tratto della curva dei tassi impliciti e alcune previsioni di istituti di ricerca che continuavano a proporre scenari di Repo e tassi di mercato relativamente bassi e in flessione. Premesso che questo rende ormai necessario anche per l'Osservatorio costruire un modello autonomo di previsione dei tassi di mercato e del Repo - problemi di cui si tratterà nel prossimo numero - qui val la pena di osservare che, dopo le aspettative ribassiste di novembre-dicembre, ora i tassi impliciti segnalano, per i prossimi mesi, un profilo piatto per i tassi d'interesse a breve, con tendenza alla risalita (FIG. 3.9).

FIG. 3.9 - Euribor a 1 mese, Repo e loro differenziale
(dati mensili; periodo gen. 1999 – feb. 2002 e gen. 1999 - ago. 2001)



Note: per il periodo marzo - agosto 2002 previsione Euribor = tassi impliciti.

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

Paragonando l'andamento del tasso implicito con il Repo emerge che, con l'attuale valore del 3,25%, il differenziale rimarrebbe vicino alla sua media storica almeno fino a maggio del corrente anno. La situazione diventerebbe ambigua da giugno ad agosto: data la crescita prevista per l'Euribor a 1 mese, un valore del Repo del 3,25% sarebbe troppo basso, un valore del 3,50% troppo alto. Per questo motivo, nelle nostre stime, si è supposto che il Repo rimanga al 3,25% fino a luglio, ma che all'inizio di agosto sia portato al 3,50%. La stessa ambiguità emerge peraltro anche da una stima econometrica basata sull'andamento dell'Euribor, e in cui come valore dell'Euribor a un mese per il periodo marzo-agosto 2002 è usato l'attuale tasso implicito: la stima puntuale di luglio sarebbe

3,33% (più vicino a 3,25%) e quella di agosto 3,39% (più vicina a 3,50%). Sembra invece molto improbabile un'ulteriore riduzione dei tassi ufficiali.

Per quanto riguarda invece la stima del Rendioib, che entra nelle equazioni dei CD oltre i 18 mesi e delle obbligazioni bancarie, si è tenuto conto di quanto emerso nelle pagine precedenti, secondo cui i tassi impliciti *non sono* buone misure delle aspettative per i tassi a medio-lungo termine, e si è quindi supposto un aggiustamento graduale del rendimento di mercato delle obbligazioni bancarie verso il suo valore di lungo periodo che dipende dall'obiettivo inflazionistico della BCE più una misura del tasso reale di equilibrio.

Le stime di tutte queste variabili hanno poi consentito di calcolare le previsioni dei tassi bancari riportate nella TAB 3.6. Le equazioni non sono state modificate e quindi, se continueranno a manifestarsi i fenomeni emersi a fine anno e di cui si è parlato all'inizio di questo paragrafo, il tasso attivo potrebbe essere un po' più alto e i passivi un po' più bassi di quanto qui indicato. Lo scenario è comunque di tassi stabili con tendenza a una modesta crescita specialmente a partire dal periodo estivo.

TAB. 3.6 - Tassi bancari effettivi e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti)

Mese	Repo (media mensile)	Euribor 3 m. (media)	Rendioib	Medio Impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6 m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
2001 Ago	4,49	4,46	5,372	6,84	2,08	3,55	3,77	4,59
Sett	4,03	4,05	5,037	6,48	1,81	3,24	3,54	3,99
Ott	3,75	3,72	4,837	6,29	1,60	2,94	3,22	3,75
Nov	3,38	3,43	4,658	6,11	1,50	2,73	3,06	3,61
Dic	3,25	3,42	4,899	5,91	1,38	2,55	2,92	4,02
2002 Gen	3,25	3,35	4,924	5,84	1,37	2,55	2,87	3,75
Feb	3,25	3,35	5,14	5,78	1,37	2,56	2,88	3,90
Mar	3,25	3,36	5,27	5,75	1,38	2,56	2,90	4,04
Apr	3,25	3,39	5,37	5,72	1,38	2,57	2,92	4,15
Mag	3,25	3,43	5,45	5,70	1,38	2,59	2,95	4,24
Giu	3,25	3,49	5,51	5,70	1,39	2,60	2,99	4,33
Lug	3,25	3,56	5,58	5,71	1,40	2,62	3,02	4,40
Ago	3,50	3,66	5,63	5,78	1,42	2,67	3,16	4,47

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE, Banca d'Italia, il Sole 24Ore.

RIQUADRO n. 3 - Tassi impliciti, tassi a breve e tassi a lunga sull'euro e sul dollaro

Nello scorso numero dell'Osservatorio Monetario (p. 39 e segg.) è stato sollevato il problema del controllo dei tassi a lunga nella zona-Euro. Il loro andamento risulta infatti più legato ai tassi USA che ai tassi ufficiali della BCE. La spiegazione faceva riferimento alle aspettative, ma era espressa solo in termini generali e non chiariva a sufficienza le interrelazioni tra le aspettative dei tassi futuri nelle due valute.

Per affrontare tutti gli aspetti del problema conviene riprendere l'analisi facendo riferimento direttamente ai tassi impliciti. E poiché le loro proprietà sono le stesse degli *interest rate futures*, è possibile condurre l'analisi su questi ultimi che sono più facili da trattare. I risultati ottenuti per gli *interest rate futures* possono poi essere attribuiti ai tassi impliciti i quali, a loro volta, consentono di stabilire le proprietà dei rendimenti delle attività di scadenza K . Il rendimento di un'attività di vita K , infatti, non è altro che la media dei primi K tassi impliciti.

Sia allora $F_{\epsilon,t+K}$ il rendimento di un *interest rate future* in euro fissato in t e relativo a un'operazione di vita unitaria e differita a $t+K$. Se sono valide le solite condizioni di arbitraggio e di efficienza dei mercati, il rendimento del *future* sarà legato ai quelli delle sue principali alternative. Nel caso in esame, esse sono lo *spot* in euro e il *future* in dollari. Un'alternativa all'accensione in t di un contratto *future in euro* con esecuzione in $t+K$ è infatti un'operazione *spot*, pure in *euro*, da rinviare però a $t+K$. Indicando con $R_{\epsilon,t+K}$ il futuro rendimento di questa operazione, l'arbitraggio instaurerà un legame tra il suo valore atteso $E[R_{\epsilon,t+K}]$ e il rendimento del contratto *future*. La seconda alternativa è l'accensione in t di un contratto *interest rate future*, sempre con esecuzione differita in $t+K$, ma espressa in *dollari*. In questo caso, il rendimento da comparare al *future in euro* sarà il rendimento $F_{\$,t+K}$ del *future in dollari* meno la *rivalutazione attesa* dell'euro, cioè la futura crescita attesa $E[C_{t+K}]$ del cambio euro/dollaro fra $t+K$ e $t+K+1$.

Nella realtà, però, nessuna delle due operazioni è perfettamente assimilabile al *future in euro* per la presenza del *rischio* che entrambe le alternative hanno a causa dell'incertezza sulle previsioni. Nel primo caso l'incertezza è dovuta al fatto che il futuro tasso *spot* sull'euro non è noto in t ; nel secondo caso, invece, l'incertezza è dovuta alla possibile variazione del cambio.

Si può quindi sostenere che il rendimento dell'*interest rate future* in euro sarà legato ad entrambi i rendimenti attesi alternativi, e più precisamente a qualcosa di simile a una media ponderata, con pesi dati rispettivamente da $(1-q_K)$ e q_K , cioè:

$$F_{\epsilon,t+K} \cong (1-q_K) E[R_{\epsilon,t+K}] + q_K (F_{\$,t+K} - E[C_{t+K}])$$

Tenendo presente che il cambio segue una sorta di *random walk*, si può realisticamente ipotizzare che la variazione del cambio fra $t+K$ e $t+K+1$ sia totalmente aleatoria e che quindi il suo valore atteso sia vicino allo zero (in t è praticamente impossibile stabilire come si muoverà il cambio tra $t+K$ e $t+K+1$). La relazione precedente può così essere semplificata in:

$$F_{\epsilon,t+K} \cong (1-q_K) E[R_{\epsilon,t+K}] + q_K F_{\$,t+K}$$

Tra le due possibilità alternative, quella il cui rendimento influenza maggiormente il valore del rendimento $F_{\epsilon,t+K}$ sarà ovviamente quella con le caratteristiche "più simili" al *future* sui tassi in euro. Dato che la caratteristica che differenzia quest'ultimo dalle altre due operazioni è la presenza del rischio, il rendimento che avrà peso più elevato sarà quello dell'alternativa con rischio minore.

Poiché si può ritenere che l'errore commesso nel prevedere i tassi *spot* sia tanto maggiore quanto più lontana è la data K alla quale si riferisce l'operazione, mentre l'incertezza sulla futura variazione del cambio è sostanzialmente indipendente da K (cioè da quanto la data è lontana - e questo risultato è automatico nel caso del *random walk*), ne deriva il che peso q cresce al crescere di K . Ne risulta che per K basso (diciamo sotto i 12 mesi) il rendimento dell'*interest rate future* sui tassi in euro è soprattutto condizionato dall'aspettativa sullo *spot* in euro; per K elevato (diciamo sopra i 5 anni), il rendimento del *future* in euro è soprattutto condizionato dal corrispondente *future* in dollari.

Un'ulteriore differenza tra K basso e K alto riguarda poi la stessa formazione delle aspettative sullo *spot* $E[R_{\epsilon,t+K}]$.

Per valori di K bassi, è relativamente facile stimare il futuro livello dei tassi a breve, così che l'aspettativa dovrebbe riflettere il loro effettivo andamento, ovvero, dato il forte legame tra il tasso a breve (quello a 1 mese) e il tasso di *policy*, il futuro andamento del Repo. Esso, a sua volta, è condizionato dall'attuale politica monetaria e, di conseguenza, dallo stato dell'economia.

Per K elevato, invece, è impossibile per gli operatori eseguire delle stime sufficientemente precise del futuro valore dello *spot*. L'aspettativa si baserà, quindi, non sullo stato corrente dell'economia (in 5 anni può accadere di tutto), ma sulla credibilità della banca centrale. Nel caso della BCE la credibilità implica che il pubblico si attenda un tasso *spot* pari a R^* , dato dalla somma del tasso reale di equilibrio (tasso "naturale") più un valore dell'inflazione coerente con la definizione di stabilità dei prezzi (0-2% - più probabilmente qualcosa attorno all'1,5-2%). Questo valore, anche se può oscillare, si muove indipendentemente dalla politica monetaria del momento, rispetto alla quale si comporta quindi come se fosse una costante, da cui:

$$F_{\epsilon,t+K} \cong (1-q_K) E[Repo_{t+K}] + q_K F_{\$,t+K}$$

In particolare, per K basso (diciamo inferiore all'anno), sarà:

$$F_{\epsilon,t+K} \cong E[Repo_{t+K}]$$

mentre, per K elevato (diciamo oltre 5 anni):

$$F_{\epsilon,t+K} \cong (1-q_K) R^* + q_K F_{\$,t+K} \quad (\text{con } q_K \text{ non molto lontano a } 1),$$

$$\cong F_{\$,t+K} \quad (\text{per } K \text{ molto elevato})$$

In altri termini, assimilando i tassi impliciti ai rendimenti dei *futures*, risulta che i tassi impliciti della prima parte della curva, cioè relativi al futuro più prossimo e per i quali K e q sono bassi, saranno strettamente legati alle aspettative sull'andamento futuro del tasso a breve dell'euro e, quindi, del Repo. I tassi impliciti della parte più lontana della curva (K e q elevati) sono invece pesantemente influenzati dal comportamento degli analoghi rendimenti USA.

Questi risultati vengono messi bene in evidenza se dal livello dei rendimenti dei *futures* (ovvero dei *tassi impliciti*), si passa al loro *differenziale* coi corrispondenti tassi sul dollaro. In questo caso, infatti, le precedenti formule si riducono a:

$$(F_{\epsilon,t+K} - F_{\$,t+K}) \cong (1-q_K) (E[R_{\epsilon,t+K}] - F_{\$,t+K})$$

Per K basso (es. inferiore all'anno) e nell'ipotesi, per altro empiricamente confermata che il tasso a breve USA rifletta le aspettative sul rendimento dei *FEDfunds*:

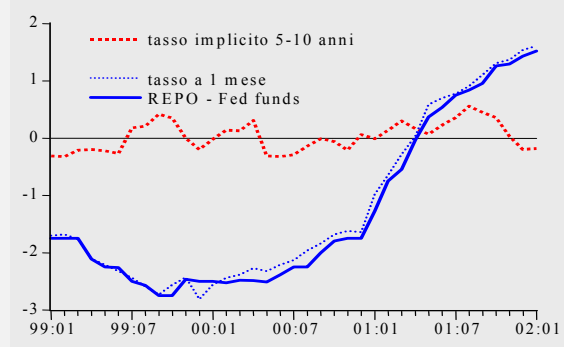
$$(F_{\epsilon,t+K} - F_{\$,t+K}) \cong E[Repo_{t+K}] - E[FEDfunds_{t+K}]$$

Per K elevato (diciamo oltre i 5 anni) sarà invece approssimativamente:

$$F_{\epsilon,t+K} - F_{\$,t+K} \cong 0$$

La FIG. I, che riporta i differenziali tra i tassi impliciti dell'euro e del dollaro *corrobora* questi risultati teorici: il differenziale fra i tassi impliciti relativi a K basso riflette il differenziale fra i tassi ufficiali, il differenziale fra i tassi impliciti relativi a K elevato (oltre i 5 anni) oscilla attorno allo zero.

FIG. I – Differenziali fra i tassi impliciti su euro e dollaro
(dati mensili; periodo gen. 1999 – gen. 2001)



Fonte: nostre elaborazioni su BCE e FED

L'analisi può essere completata osservando che *anche* per il rendimento degli *interest rate future* sul dollaro vale una formula simile a quella dell'*interest rate future* sull'euro. Combinando le due formule, si arriva, per l'euro, alla seguente relazione (per semplicità i passaggi algebrici non vengono riportati):

$$F_{e,t+K} \cong \{(1-q_K) E[Repo_{t+K}] + q_K (1-q_K') E[FEDfunds_{t+K}]\} / (1 - q_K q_K')$$

(dove q_K' è l'analogo di q_K nella formula del *future* sul dollaro).

Per K elevato, che è il caso che interessa, entrambi q_K e q_K' sono alti, ma il risultato è molto diverso in relazione al loro valore relativo. Se il mercato finanziario americano fosse infatti molto più rilevante di quello europeo, si arriverebbe al risultato che il *tasso implicito dell'euro* dipende *solo dalle aspettative sul tasso americano*:

$$F_{e,t+K} \cong E[FEDfunds]$$

Se invece *anche* il mercato europeo influenzasse quello americano, allora in Europa il tasso implicito relativo a una elevato K sarebbe una media dell'aspettativa di lungo periodo R^* sul Repo e di quella sui FEDfunds: in ogni caso non è controllabile dalla politica corrente della BCE.

Questi risultati possono essere utilizzati per derivare le proprietà dei tassi di mercato di diversa scadenza: il rendimento di scadenza K , infatti, non è altro che la media dei rendimento unitario corrente (o del Repo) e dei successivi $K-1$ tassi impliciti. Ne risulta che, mentre i tassi a breve corrispondono a una sorta di media del Repo e delle sue aspettative, il tasso a lunga è invece una sorta di media tra una costante (R^*) e il tasso a lunga americano dove, probabilmente, è prevalente il peso del secondo.

4. LA REVISIONE DEI REQUISITI PATRIMONIALI SULLE BANCHE*

La regolamentazione relativa ai coefficienti patrimoniali sulle banche è attualmente oggetto di un processo di profonda revisione, a livello internazionale: l'accordo di Basilea del 1988 (in seguito "Basilea-1"), che tuttora regola i requisiti patrimoniali sul rischio di credito nei principali paesi industrializzati, è destinato ad essere sostituito dal Nuovo Accordo di Basilea ("Basilea-2"). Quest'ultimo non è ancora disponibile nella sua veste definitiva: il processo di consultazione tra il Comitato di Basilea sulla supervisione bancaria ("Comitato") e la comunità delle banche è ancora in corso. Nel gennaio del 2001 il Comitato ha reso pubblico un documento di consultazione¹, contenente la proposta del Comitato stesso; successivamente, i commenti ricevuti e le simulazioni condotte hanno indotto il Comitato ad impegnarsi a formulare una nuova proposta nel corso di quest'anno, che verrà nuovamente sottoposta alla consultazione delle banche. Ciò ha comportato una dilatazione dei tempi di definizione e di implementazione del nuovo accordo: l'entrata in vigore, prevista per il 2004, è slittata al 2005 (questa data è tuttavia ancora soggetta a possibili rinvii). Tuttavia, le linee fondamentali del nuovo accordo sono già ampiamente delineate nel documento di consultazione del 2001. Sulla base di questo, cercheremo di fornire una sintesi di Basilea-2, nonché di riportare i termini dell'ampio dibattito che si è sviluppato sulla proposta del Comitato, che ha coinvolto non solo le banche, ma anche le autorità monetarie e gli studiosi.

4.1 Il nuovo accordo di Basilea: i tre pilastri

Il nuovo accordo prevede una riforma dei requisiti patrimoniali sul rischio di credito; esso inoltre introduce nuovi requisiti sul rischio operativo, attualmente inesistenti; al contrario, non prevede modifiche dei requisiti sul rischio di mercato. La supervisione delineata da Basilea-2 si basa su tre "pilastri":

* A cura di A. Baglioni.

¹ "The New Basel Capital Accord", *Basle Committee on Banking Supervision*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea, gennaio 2001. Questo documento, insieme ai commenti del sistema bancario ed ai comunicati del Comitato citati nel seguito, è reperibile sul sito web della B.R.I. (www.bis.org).

primo pilastro: requisiti minimi di capitale
 secondo pilastro: processo di supervisione prudenziale
 terzo pilastro: disciplina di mercato.

Il primo pilastro contiene il vero e proprio assetto dei nuovi requisiti patrimoniali sul rischio di credito e sul rischio operativo. Il secondo delinea il ruolo delle autorità di supervisione nell'applicazione dei requisiti stessi, con particolare attenzione al monitoraggio della posizione di rischio delle banche in rapporto alla loro dotazione di capitale. Il terzo assegna una funzione importante al mercato nel disciplinare il management bancario, in relazione alla rischiosità dell'attivo ed alla copertura patrimoniale dei rischi assunti. Nel seguito, riportiamo le linee essenziali di ognuno di questi tre pilastri.

4.2 Il primo pilastro: requisiti minimi di capitale

Basilea-2 prevede che le banche debbano avere una dotazione patrimoniale, tale da soddisfare il seguente requisito complessivo:

$$P \geq P(rm) + P(ro) + 0,08APR$$

dove:

P = patrimonio di vigilanza;

$P(rm)$ = patrimonio richiesto a copertura del rischio di mercato;

$P(ro)$ = patrimonio richiesto a copertura del rischio operativo;

APR = attivo ponderato per il rischio di credito.

Rispetto all'assetto attuale, le novità introdotte dal nuovo accordo riguardano la definizione di APR e l'introduzione di $P(ro)$. Al contrario, rimangono invariati: la definizione di P , il metodo di calcolo di $P(rm)$, nonché il coefficiente pari dell'8% applicato ad APR .

4.2.1 La valutazione del rischio di credito

La parte più corposa (e anche più complessa) del documento di consultazione predisposto dal Comitato concerne il metodo di calcolo dell'attivo ponderato per il rischio di credito (APR). Le banche potranno utilizzare uno dei seguenti due metodi: i) *Standardized approach*; ii) *Internal Ratings Based (IRB) approach*. Ciò che accomuna i due metodi è l'introduzione di pesi differenziati

(*risk weights*) per le diverse poste dell'attivo, ai fini del calcolo di *APR*. L'accordo attualmente in vigore (Basilea-1) prevede un sistema di ponderazione estremamente semplificato: ad esempio, tutti i prestiti a privati sono "pesati" al 100% (con l'eccezione dei mutui ipotecari su immobili residenziali, che hanno un peso pari al 50%); sono pesati i prestiti interbancari (nell'area OCSE) al 20% e il debito sovrano (sempre nell'area OCSE) è valutato a zero rischio. Al contrario, Basilea-2 prevede che i prestiti al settore privato siano suddivisi in diverse categorie di rischio, alle quali verranno assegnati *risk weights* molto differenziati; lo stesso accadrà per i prestiti interbancari ed anche per quelli ai debitori sovrani.

Ciò che distingue i due approcci è la fonte su cui si baserà l'assegnazione dei *risk weights*. Nello *Standardized approach* questi pesi dipenderanno dai *ratings* assegnati alle controparti da agenzie di *rating* esterne; queste dovranno essere appositamente autorizzate dalle autorità di supervisione nazionali, secondo determinati criteri di ammissibilità. Nell'*IRB approach*, invece, saranno le banche stesse ad assegnare i *ratings* alle loro controparti, secondo metodologie di valutazione del rischio di credito che dovranno essere approvate dalle autorità di vigilanza.

TAB. 4.1 – Ponderazioni (%) secondo lo *standardized approach*

	Debitori sovrani	Banche (*)	Imprese private
Da AAA a AA-	0	20	20
Da A+ a A-	20	50	50
Da BBB+ a BBB-	50	100	100
Da BB+ a BB-	100	100	100
Da B+ a B-	100	100	150
Inferiore a B-	100	150	150
Senza Rating	100	100	100

(*) Per i prestiti interbancari, sono previste due opzioni: (i) l'utilizzo del *rating* assegnato al debito sovrano del paese di appartenenza della banca debitrice; (ii) l'utilizzo di *ratings* assegnati alle singole banche (in questo caso, i prestiti con scadenza fino a tre mesi sono pesati con il peso della categoria immediatamente più favorevole).

Per lo *standardized approach*, la TAB. 4.1 riporta i *risk weights* da attribuire ai prestiti, secondo il *rating* attribuito alla controparte dalle agenzie di *rating* (il sistema di classificazione utilizzato, a titolo esemplificativo, è quello di Standard & Poor's). L'attivo ponderato (*APR*) risulta dall'applicazione ai singoli prestiti dei pesi riportati nella TAB. 4.1 e delle tecniche di "mitigazione del

rischio”): queste sono sostanzialmente dei metodi per calcolare la riduzione del rischio di credito, ottenuto grazie alla prestazione di garanzie da parte dei debitori.

TAB. 4.2 – Ponderazioni per un prestito al settore privato, secondo l’IRB approach

PD (%)	RISK WEIGHT (%)
0,03	14
0,05	19
0,1	29
0,2	45
0,4	70
0,7	100
1,0	125
2,0	192
3,0	246
5,0	331
10,0	482
15,0	588
20,0	625

Note: La tabella (tratta dal documento di consultazione “The New Basel Capital Accord”, già citato) si basa sull’ipotesi che l’esposizione abbia una *loss given default* (LGD) pari al 50%.

Lo *Internal Ratings Based (IRB) approach* prevede l’utilizzo di *ratings* interni da parte delle banche: queste dovranno quindi essere in grado di stimare almeno² la *probability of default (PD)* delle singole controparti. I *risk weights* assegnati ai prestiti sono una funzione continua della *PD* stimata: non sono previsti “scalini” come quelli riportati nella TAB. 4.1. Inoltre, l’ampiezza della variazione dei *risk weights* è assai maggiore di quella prevista nello *standardized approach*; a titolo esemplificativo, la TAB. 4.2 riporta i pesi attribuiti ad un prestito ad un’impresa privata, in funzione di alcuni particolari livelli di *PD*. Infine, l’*IRB approach* prevede una correzione da apportare al totale delle attività ponderate per rischio, per tenere conto del grado di diversificazione dell’attivo (cosidetto *granularity adjustment*): questa correzione può portare ad un incremento o ad una riduzione dell’*APR*, a seconda che la banca presenti un grado di concentrazione dei rischi superiore o inferiore a quello “standard”. Complessivamente, l’*IRB approach* dovrebbe consentire ad una banca di ridurre il

² L’*IRB approach* prevede due livelli. Nel *foundation approach*, le banche stimeranno internamente solo la *PD* (utilizzando le regole fornite dalle autorità di supervisione per gli altri parametri del rischio di credito), mentre nell’*advanced approach* esse stimeranno anche la *loss given default (LGD)* e la *exposure at default (EAD)*.

requisito patrimoniale rispetto allo *standardized approach* (in misura più significativa se l'approccio adottato è quello *advanced*), incentivandola ad adottare metodi più sofisticati di misurazione e di gestione del rischio di credito.

4.2.2 La valutazione del rischio operativo

Come si è già detto, l'inclusione del rischio operativo nella regolamentazione sui requisiti di capitale è una novità di Basilea-2 rispetto all'assetto attuale. Il rischio operativo è definito dal Comitato nel modo seguente: “*the risk of direct or indirect loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events*”. Si tratta di un rischio non specificamente legato all'attività creditizia, bensì all'attività di impresa in generale: si riferisce quindi alla possibilità che fattori interni (umani o legati ai sistemi informatici) oppure esterni determinino eventi che abbiano un impatto negativo sul conto economico di una banca.

Sono previste tre diverse opzioni per il calcolo del requisito sul rischio operativo, con un grado crescente di complessità.

Basic Indicator approach. È il metodo più semplice, che consiste nell'applicazione di un fattore di moltiplicazione (α) al margine d'intermediazione (MI) della banca, per cui risulta: $P(ro) = \alpha \cdot MI$.

Standardized approach. Secondo questo approccio, le attività della banca sono suddivise in linee di business. Per ciascuna di queste, viene individuato un indicatore di “volume” (ad es.: il valore medio annuo degli *assets* nel *retail* e nel *commercial banking*, il reddito lordo derivante dall'attività di *investment banking*), che a sua volta viene moltiplicato per uno specifico fattore moltiplicativo. Il requisito complessivo sul rischio operativo è dato dalla somma dei requisiti calcolati sulle singole linee di business.

Internal Measurement approach. Le attività della banca sono suddivise in linee di business (come nell'approccio precedente), ma in più vengono individuati dei “tipi” di rischio operativo. Per ciascuna combinazione linea di business / tipo di rischio, viene calcolata una perdita attesa, che deve essere moltiplicata per uno specifico fattore moltiplicativo, al fine di ottenere il requisito sul rischio operativo ad essa relativo. La somma di questi requisiti specifici costituisce il requisito complessivo.

Per tutti i tre approcci, i fattori moltiplicativi saranno calibrati in modo che il requisito sul rischio operativo rappresenti il 20% circa del requisito patrimoniale complessivo. Tuttavia, il passaggio da un approccio ad un altro più avanzato dovrebbe comportare un minore onere, in modo da fornire un incentivo all'adozione di metodi più sofisticati nella misurazione del rischio operativo.

4.3 Il secondo pilastro: processo di supervisione prudenziale

Il secondo pilastro definisce con precisione i compiti delle autorità nazionali di supervisione nell'applicare la regolamentazione sui requisiti patrimoniali ai rispettivi settori bancari. Esso si basa su quattro principi, che riassumiamo brevemente.

Primo principio. Le banche devono avere adeguati processi interni, al fine di valutare il loro grado di patrimonializzazione in rapporto al loro profilo di rischio; devono anche formulare piani strategici coerenti con il mantenimento nel tempo di un adeguato livello di capitalizzazione.

Secondo principio. Le autorità di supervisione devono verificare periodicamente non solo l'adeguatezza patrimoniale delle banche in rapporto al loro profilo di rischio, ma anche la capacità delle banche stesse di valutare correttamente il loro fabbisogno di capitale.

Terzo principio. Le autorità di supervisione dovrebbero aspettarsi che in condizioni normali una banca abbia una dotazione patrimoniale superiore a quella minima, imposta dal primo pilastro della regolamentazione. Esse devono essere in grado di imporre, se necessario, un livello di capitalizzazione superiore a quello minimo.

Quarto principio. Le autorità di supervisione devono intervenire preventivamente, al fine di evitare che il patrimonio di una banca scenda al di sotto del livello minimo consentito; nel caso ciò accadesse, devono richiedere alla banca di agire tempestivamente per rimediare alla situazione anomala.

Nel complesso, questi principi implicano che il ruolo delle autorità di supervisione non si limiti alla mera verifica periodica che il patrimonio di una banca si mantenga almeno al livello minimo previsto dal primo pilastro. Le autorità - attraverso un'opera di ispezione, di richiesta di informazioni e di

consultazione con il management bancario – devono anche verificare che le banche siano dotate di processi interni corretti nella misurazione del rischio e nel calcolo del requisito patrimoniale; naturalmente, questa funzione di “certificazione” è più rilevante per quelle banche che decideranno di adottare *l’IRB approach*. Inoltre, le autorità devono prevedere - eventualmente imporre - che le banche abbiano un adeguato livello di “*buffer capital*” (patrimonio in eccesso rispetto al minimo richiesto): questo servirà per fare fronte ad eventuali oscillazioni del requisito patrimoniale, in seguito alla variazione del profilo di rischio di alcune poste dell’attivo. Infine, eventuali situazioni anomale dovranno essere gestite tempestivamente, con azioni che potranno andare da un più intenso monitoraggio, a restrizioni nella distribuzione di dividendi, alla richiesta di reperire capitale aggiuntivo.

4.4 Il terzo pilastro: disciplina di mercato

Il terzo pilastro contiene una dettagliata lista di informazioni che le banche dovranno fornire al mercato, in relazione alla misurazione dei rischi ed alla loro copertura patrimoniale. La trasparenza è ritenuta di fondamentale importanza, affinché il mercato possa adeguatamente valutare se una banca gestisce in modo corretto il rischio, esercitando così la sua funzione di disciplina sul management bancario. La lista comprende sia informazioni (“*core disclosures*”) che dovranno obbligatoriamente essere rese pubbliche (ad esempio: l’ammontare e la composizione del patrimonio; l’ammontare e la composizione delle attività, sia ponderate per il rischio sia non ponderate; l’organizzazione della funzione di gestione del rischio), sia informazioni (“*supplementary disclosures*”) che saranno rese pubbliche a discrezione delle banche (ad esempio: l’ammontare del *Tier 2* e del *Tier 3 capital*; maggiori dettagli sulla composizione delle attività, per controparte e per scadenza; indicazioni sul grado di concentrazione dei rischi). In particolare, le banche che adotteranno *l’IRB approach* saranno soggette a requisiti di *disclosure* più severi, relativi ad esempio ai metodi e ai dati utilizzati, alla *performance* e alla affidabilità delle tecniche di misurazione del rischio.

4.5 Le valutazioni emerse nel dibattito su “Basilea-2”

Come si accennava all’inizio di questo capitolo, sulla proposta del Comitato del gennaio 2001 si è sviluppato un ampio dibattito: oltre ai commenti delle banche (pervenuti nel corso del processo formale di consultazione) sono state formulate diverse osservazioni anche da parte delle autorità monetarie e degli accademici. Il nostro scopo non è qui quello di fornire un resoconto sistematico del dibattito, bensì quello di illustrarne le principali indicazioni, con riferimento alle conseguenze di Basilea-2 per le banche e al suo impatto macroeconomico.

4.5.1 Le conseguenze per le banche

Il dibattito su Basilea-2 ha evidenziato come la proposta del Comitato sia sostanzialmente in grado di raggiungere i suoi tre principali obiettivi.

(i) Rendere il requisito patrimoniale sul rischio di credito più rispondente al profilo di rischio del portafoglio prestiti. E’ indubbio che, rispetto all’assetto attuale, il nuovo accordo introduce una maggiore rispondenza del requisito patrimoniale alla rischiosità dei singoli prestiti e del portafoglio prestiti complessivo. Sotto questo profilo, Basilea-2 rappresenta un notevole miglioramento della regolamentazione prudenziale: esso pone rimedio alla nota lacuna di Basilea-1, consistente nel fatto che tutti i prestiti al settore privato ricevono lo stesso *risk weight* (100%). Questa caratteristica dell’accordo attualmente in vigore è particolarmente criticabile, poiché implica che le banche non ricevono alcun incentivo a limitare il rischio creditizio delle loro esposizioni; al contrario, Basilea-2 fornisce un preciso incentivo in questo senso. Inoltre, il nuovo accordo tiene conto – attraverso il *granularity adjustment* – del grado di diversificazione del rischio del portafoglio - prestiti: anche questo è un significativo miglioramento, sia perché rende il requisito patrimoniale più rispondente all’effettiva rischiosità dell’attivo bancario, sia perché introduce un incentivo a limitare la concentrazione dei rischi creditizi.

(ii) Incentivare le banche all’utilizzo di metodi più sofisticati nella misurazione e nella gestione del rischio di credito. Il nuovo accordo effettivamente valorizza la capacità di una banca di formulare *ratings* interni, tramite adeguati sistemi di misurazione del rischio di credito: come abbiamo visto

più sopra, l'adozione dell'*IRB approach* consentirà ad una banca una riduzione del requisito patrimoniale rispetto alla *standardized approach*; inoltre, le autorità di supervisione avranno un ruolo essenziale di certificazione dei sistemi interni di valutazione del rischio. Anche questo è un significativo passo avanti rispetto all'assetto attuale: la futura regolamentazione non si limita ad imporre una copertura patrimoniale del rischio di credito, ma anche stimola le banche a migliorare l'organizzazione della funzione di gestione del rischio di credito.

(iii) Aumentare la solidità patrimoniale del sistema bancario. I nuovi requisiti sul rischio di credito, unitamente all'introduzione di un nuovo specifico requisito sul rischio operativo, fanno sì che Basilea-2 sia complessivamente adeguato ad accrescere la solidità patrimoniale del sistema bancario e la sua capacità di gestire il rischio.

A fronte di queste valutazioni indubbiamente positive del nuovo accordo, stanno le oggettive difficoltà di quantificazione: come “calibrare” i *risk weights* relativi al rischio di credito e come determinare il peso da assegnare al rischio operativo all'interno del requisito patrimoniale complessivo.

In relazione al rischio di credito, la proposta del Comitato - nella sua formulazione attuale - implica un incremento del requisito patrimoniale rispetto all'assetto corrente; questo incremento è ancora più marcato nel *IRB foundation approach* che nello *standardized approach*.³ Questo risultato contrasta con le dichiarate finalità di Basilea-2, ovvero: (i) mantenere il requisito complessivo invariato per la banca “media”; (ii) incentivare le banche ad utilizzare i *ratings* interni. Perciò, lo stesso Comitato ha riconosciuto la necessità di rivedere la calibrazione dei parametri della regolamentazione (in particolare, la curva dei *risk weights* relativa all'*IRB approach*).⁴

Tale necessità emerge anche dalla seguente considerazione. Secondo la proposta del gennaio 2001, l'*IRB approach* prevede un *range* di *risk weights* molto più ampio rispetto allo *standardized approach*. Di conseguenza, le banche con un portafoglio prestiti concentrato verso debitori a basso rischio saranno incentivate ad adottare l'*IRB approach*, al fine di giovare dei *risk weights* più

³ Questo risultato emerge dal *Quantitative Impact Study* (“QIS 2”) condotto dallo stesso Comitato su un campione di 138 banche. Si veda il comunicato del Comitato “*Results of the Second Quantitative Impact Study*”, 5 novembre 2001.

⁴ Si vedano i comunicati del Comitato: “*Potential modifications to the Committee’s proposals*” (5 novembre 2001) e “*Progress towards completion of the New Capital Accord*” (13 dicembre 2001).

bassi; al contrario, le banche con una forte componente di debitori ad alto rischio saranno indotte ad adottare lo *standardized approach*, onde evitare *risk weights* più elevati. Il risultato sarebbe il seguente: proprio le banche che hanno maggiore necessità di sviluppare sistemi interni di gestione del rischio di credito – avendo un portafoglio prestiti più rischioso – sarebbero le meno incentivate a muoversi in questa direzione.⁵

In relazione al rischio operativo, l'obiettivo iniziale - ovverosia un requisito su questo tipo di rischio che rappresenti il 20% del requisito patrimoniale complessivo – è stato ritenuto troppo oneroso. Di conseguenza, lo stesso Comitato si è detto intenzionato a ridurlo.⁶

4.5.2 Le conseguenze per il sistema economico

La revisione dei requisiti patrimoniali è destinata ad avere un impatto significativo non solo sulle banche, ma anche sul sistema economico in generale. Sotto questo profilo, è bene distinguere tra la stabilità dei singoli intermediari (il livello micro) e la stabilità del sistema economico: (il livello macro)⁷. Mentre dal primo punto di vista la proposta del Comitato sembra largamente condivisibile (per le ragioni esposte più sopra), dal secondo punto di vista essa desta qualche preoccupazione, per i seguenti motivi.

Il requisito patrimoniale risultante da Basilea-2 presenta una significativa variabilità, in funzione della composizione del portafoglio prestiti e dei *ratings* assegnati alle controparti. Anche a parità di composizione dell'attivo rischioso, i *ratings* applicati ai debitori possono mutare nel tempo, determinando un aumento del requisito nelle fasi di peggioramento della qualità media dei debitori (e viceversa una riduzione del requisito nelle fasi di miglioramento). In particolare, l'*IRB approach* determinerebbe una variabilità assai più marcata dello *standardized approach*.⁸

⁵ Si veda: “*The new capital adequacy regime – the ECB perspective*”, Banca Centrale Europea, *Bollettino Mensile*, maggio 2001.

⁶ Si veda il comunicato del Comitato “*Potential modifications...*” già citato.

⁷ Perseguire la stabilità delle singole banche non necessariamente coincide con la finalità di assicurare la stabilità del sistema nel suo complesso (si veda G. Carosio, “*The new Basel capital adequacy framework*”, *Economic Notes*, n.3 – 2001).

⁸ Secondo le simulazioni presentate in “*The new capital adequacy regime...*” già citato. Si vedano anche le considerazioni esposte in R. Masera “Il rischio e le banche”, Ed. Il Sole 24 Ore, 2001, cap.8.

Questa variabilità avrà prevedibilmente rilevanti effetti macroeconomici. Anzitutto, essa aumenta la probabilità che una quota significativa del sistema bancario si trovi in una situazione in cui il vincolo di capitale “morde”, costringendolo a limitare l’offerta di credito.⁹ Inoltre, le variazioni del requisito avranno un impatto prociclico sull’offerta di credito: tipicamente, nelle fasi di recessione la qualità media dell’attivo bancario peggiora, determinando un aumento del requisito patrimoniale, con effetti negativi sull’offerta di credito (concedere un prestito risulterà infatti più costoso per una banca, essendo cresciuta la quota di “*equity funding*” imposta dalla regolamentazione); il contrario accadrà nelle fasi di espansione del sistema economico. Ciò potrebbe contribuire ad aumentare l’ampiezza e la durata delle fluttuazioni cicliche.¹⁰

Quanto appena detto ha importanti implicazioni anche per la trasmissione della politica monetaria, tramite il canale bancario. Supponiamo che la banca centrale, in una fase recessiva del ciclo economico, attui una manovra espansiva. La conseguente espansione del credito può essere limitata dal fatto che la stessa fase ciclica determina un aumento del requisito patrimoniale sulle banche.¹¹ Vi può essere anche un effetto ulteriore, dovuto ad un’eventuale scarsità di capitale: le banche potrebbero essere indotte ad attuare una ricomposizione dell’attivo, a favore dei debitori meno rischiosi; in questo modo, esse riuscirebbero ad allentare il vincolo di capitale, espandendo così il volume complessivo di prestiti alla clientela. Di conseguenza, una politica monetaria espansiva potrebbe addirittura avere un effetto controproducente sui debitori più rischiosi, determinando una riduzione dell’offerta di credito bancario per questi soggetti.¹²

⁹ Al contrario, l’accordo del 1988 ha prodotto solo occasionalmente situazioni in cui l’offerta di credito è stata vincolata dalla scarsa capitalizzazione del sistema bancario: l’episodio più conosciuto è stato il “*credit crunch*” creatosi negli USA nei primi anni novanta (si veda “*Capital requirements and bank behavior: the impact of the Basle Accord*”, Working paper n.1 del Basle Committee on Banking Supervision, aprile 1999). L’applicazione di Basilea-1 ha avuto peraltro un impatto rilevante - nel limitare l’offerta di credito - nelle economie emergenti (si veda Chiuri - Ferri - Majnoni, “*Enforcing the 1988 Basel capital requirements: did it curtail bank credit in emerging economies?*”, *Economic Notes*, n.3 - 2001).

¹⁰ Preoccupazioni in questo senso sono state espresse anche dalla BCE (si veda “*The new capital adequacy regime...*” già citato).

¹¹ Per una esposizione analitica di questo punto, si veda M. Tanaka, *The effect of bank capital and capital adequacy regulation on the European monetary transmission mechanism*, lavoro presentato alla *EMU Macroeconomics Institutions Conference*, Università di Milano - Bicocca, settembre 2001.

¹² Questo punto è dimostrato analiticamente in A. Baglioni, *The New Basle Accord: which implications for monetary policy transmission?*, working paper, Università Cattolica - Milano, gennaio 2002.

Infine, da più parti è stato segnalato il pericolo che Basilea-2 comporti una penalizzazione per le piccole-medie imprese, dovuta al fatto che esse sono generalmente sprovviste di *rating*: ciò implica un *risk weight* pari al 100% nello *standardized approach* (si veda la TAB. 4.1). Lo stesso Comitato ha ammesso che occorrerà tenere conto di questo aspetto nella nuova formulazione della sua proposta.¹³

¹³ Si veda il comunicato del Comitato “*Progress towards completion...*” già citato.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

L'evoluzione del mercato finanziario italiano nel 2001 si è caratterizzata per la ripresa – seppure marginale – delle emissioni dei titoli di debito (sia pubblici che privati), la riduzione del ricorso al capitale di rischio da parte delle imprese, nonché una generalizzata flessione del volume degli scambi di strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati.

Per quanto riguarda l'industria del risparmio gestito, il 2001 si è caratterizzato per il ridimensionamento dello stock di patrimonio gestito e per l'accentuata flessione della raccolta netta. Si registra tuttavia la novità rappresentata dai fondi di fondi che stanno manifestando un trend di crescita interessante.

5.1 Emissioni lorde e nette di titoli

Nel corso del 2001 si è assistito ad un aumento delle emissioni lorde di titoli di debito (da 453 a 536 miliardi di euro) che ha riguardato sia i titoli di stato (da 325 a 372 miliardi di euro) sia le obbligazioni (da 128 a 164 miliardi di euro).

Tale dato, che indica il maggior ricorso degli emittenti al mercato, trova conferma nelle emissioni nette che, rispetto al 2000, presentano una sostanziale ripresa. Si ha un recupero delle emissioni nette di titoli di stato (per 22 miliardi di euro) che tornano ad avere segno positivo dopo che nel 2000 erano risultate negative: significativo appare il recupero delle emissioni nette dei titoli a breve termine al quale si è accompagnata una riduzione di quelle dei titoli a medio e lungo termine, a dimostrazione della preferenza del pubblico che - in una situazione di incertezza con riguardo all'evoluzione dei tassi di interesse e dei mercati azionari - ha privilegiato investimenti a breve termine e privi di rischio in attesa di una più chiara definizione di orientamenti futuri.

Ancor più evidente è il recupero delle emissioni nette di obbligazioni (e in particolare di quelle emesse dalle imprese) che continuano a mostrare segnali di

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

marcata ripresa: erano infatti pari a 46 miliardi di euro nel 2000 e risultano pari a 70 miliardi di euro nel 2001.

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

	1999	2000	2001
EMISSIONI LORDE			
Titoli di stato	405	325	372
di cui:			
a breve termine	192	165	188
a medio /lungo termine	212	160	184
Obbligazioni	106	128	164
di cui:			
emesse dalle banche	81	85	89
Totale	511	453	536
EMISSIONI NETTE			
Titoli di stato	12	-2	22
di cui:			
a breve termine	-18	-17	12
a medio /lungo termine	30	15	10
Obbligazioni	11	46	70*
di cui:			
emesse dalle banche	10	16	17*
Totale	23	44	92*

* Dato parzialmente stimato;

Fonte: Banca d'Italia.

5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso 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 14.597 milioni di euro, in riduzione (-12,9%) rispetto ai 16.760 milioni di euro osservati nell'anno precedente. Del totale delle risorse complessivamente raccolte, il 52,2% 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 (97% del totale, contro l'86,2% dell'anno precedente) sia per le Opvs (98,2% del totale contro il 68,3% 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 7.616 milioni di euro a fronte di 25 operazioni (3.793 milioni di euro con 31 operazioni nell'intero 2000). In forte crescita è risultata la dimensione media delle operazioni (304,7 milioni di euro, contro i 122,4 milioni del 2000 e gli oltre 729,6 del 1999). Le risorse raccolte mediante aumenti di capitale sono cresciute in rapporto sia al controvalore degli scambi del periodo sia alla capitalizzazione di fine periodo. Il primo rapporto è passato da 0,44% di fine 2000 a 1,16%; mentre il secondo è aumentato da 0,46% a 1,29%. L'aumentata incidenza risulta sia dalla crescita della dimensione del mercato primario, sia dalla riduzione, rispetto al periodo precedente, dei volumi scambiati e, a causa della marcata flessione dei corsi, del valore della capitalizzazione.

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, si è osservata una netta prevalenza in termini numerici delle emissioni da parte delle banche (4 operazioni: Banca Popolare Commercio & Industria, Banca Popolare di Milano, Interbanca, Banca Popolare di Lodi), mentre per dimensioni si segnalano gli aumenti di capitale Olivetti, per un volume complessivo di denaro fresco raccolto (in due occasioni, a febbraio e novembre) superiore a 6.069 milioni di euro (ovvero poco meno dell'80% del totale).

Nel 2001 (TAB. 5.2) si sono avute 20 operazioni di Opvs per complessivi 6.981 milioni di euro a confronto delle 48 operazioni per complessivi 12.967 milioni del 2000 (mentre nel 1999 erano stati raccolti con Opvs poco più di 25.000 milioni di euro). L'importo medio delle operazioni (pari a 349 milioni di euro) è del 29,3% superiore a quello dell'anno precedente, ma sensibilmente inferiore (-67%) a quello osservato nel 1999. Le ammissioni a quotazione hanno interessato soprattutto la Borsa e anche questo costituisce una discontinuità rispetto all'anno precedente quando, su 49 società ammesse alla quotazione, 34 erano entrate sul Nuovo Mercato e 16 in Borsa¹. 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 sono state pressoché assenti e lo sono state del tutto nei mesi di agosto e settembre.

¹ Il dato comprende una società ammessa alla quotazione di borsa e poi trasferita nel medesimo anno sul Nuovo Mercato.

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

	1999	2000	2001 gen-set
<i>Aumenti di capitale di soc. quotate</i>			
numero operazioni	30	31	25
denaro raccolto (milioni)	21.887	3.793	7.616
Importo medio (milioni)	729,6	122,4	304,7
In % della capitalizz. di fine periodo	3,1%	0,5%	1,3%
In % degli scambi del periodo	4,4%	0,4%	1,2%
<i>Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.</i>			
numero operazioni	24	48	20
denaro raccolto (milioni)	25.532	12.967	6.981
Importo medio (milioni)	1.064	270	349,1
In % della capitalizz. di fine periodo	3,6%	1,6%	1,2%
In % degli scambi del periodo	9,8%	1,5%	1,1%

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

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

A completamento dei dati riguardanti il ricorso delle imprese al mercato, si segnala che nel corso del 2001 le offerte di azioni hanno risentito pesantemente dell'andamento negativo del mercato azionario. Infatti, gli investitori privati hanno accolto con scarso interesse le Ipo proposte: in 15 delle 18 offerte proposte la domanda degli investitori privati ha a malapena coperto la quantità di azioni destinate al pubblico, mentre solo in 3 casi (Snam Rete Gas, Acegas e Lottomatica) si è dovuto ricorrere al riparto. Analogo il comportamento degli investitori istituzionali che hanno effettuato forti richieste solo nel caso dei collocamenti di Amplifon (domanda pari a circa 10 volte l'offerta), di Snam Rete Gas (domanda pari a circa 6 volte l'offerta) e Acegas (domanda pari a circa 3 volte l'offerta). Da segnalare anche la circostanza che ancora in 3 casi la domanda è stata talmente scarsa da determinare la riduzione del quantitativo di azioni in offerta.

La disaffezione degli investitori verso le Ipo è evidenziata anche dai dati sulle performance dei titoli offerti: solo tre azioni hanno mantenuto le quotazioni al di sopra del prezzo di offerta (Lottomatica, Negri Bossi e Snam Rete Gas). Tutto ciò risulta particolarmente negativo alla luce anche della circostanza che il prezzo di offerta in ben 11 casi è addirittura risultato inferiore al prezzo minimo indicato nella forchetta di prezzi previsti per il collocamento.

La situazione che si è manifestata nel nostro paese è tuttavia in linea con quanto successo in Europa dove, in controvalore, le offerte di azioni si sono ridotte della metà, e di esse quelle finalizzate alla quotazione di borsa si sono ridotte ad un terzo rispetto all'anno precedente.

5.3 La gestione del risparmio

Nel corso del 2001 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani è stata negativa per 20.835 milioni di euro; nell'intero anno precedente la raccolta netta era stata negativa per 6.456 milioni di euro.

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie (TAB. 5.3), nel periodo in esame la raccolta netta è stata negativa per tutti i comparti, eccettuati i fondi di liquidità: -18.870 milioni di euro per i fondi azionari (che invece l'anno precedente avevano mostrato nello stesso periodo un saldo attivo per 39.530 milioni di euro); -16.271 milioni di euro per i fondi bilanciati (+17.250 milioni nel 2000); -6.606 milioni di euro per i fondi obbligazionari (- 68.987 milioni di euro nello stesso periodo dell'anno precedente). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 21.788 milioni di euro (+1.041 milioni l'intero anno precedente) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata negativa per 876 milioni (+4.712 milioni di euro l'intero anno precedente).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 5.3) valori negativi pari a -17,1% per i fondi azionari, -14,7% per i fondi bilanciati, -6,0% per i fondi obbligazionari, +19,7% per i fondi di liquidità e -0,8% per i fondi flessibili. A livello complessivo, il drenaggio esercitato dalla raccolta netta negativa sul patrimonio netto gestito a fine 2000 è stato pari a -18,8%.

L'atteggiamento dei sottoscrittori di quote di fondi continua pertanto a rimanere fortemente prociclico: dopo l'uscita dai prodotti di tipo azionario nel corso dell'intero periodo considerato, ma in misura più accentuata in coincidenza con la crisi seguita agli eventi dell'11 settembre, il comportamento prevalente è stato quello di "attesa". L'unica componente che ha mostrato uno sviluppo sono stati infatti i fondi di liquidità. Tale sviluppo è da ritenere, per le dimensioni assunte, abnorme e anche, per certi versi, poco giustificato, dati gli scarsi margini

di "gestione professionale" disponibili su attività caratterizzate da elevata liquidità. L'ampio stock di liquidità "parcheggiata" sui fondi monetari non mancherà inoltre di pesare sulle performance complessive dei portafogli gestiti nei periodi futuri, con ciò aggravando i sintomi di disaffezione al prodotto-fondo che appaiono evidenti a seguito delle delusioni in termini di performance registrate dapprima sui prodotti obbligazionari e poi su quelli azionari. Tale atteggiamento si è inoltre estrinsecato in una vera e propria emorragia di sottoscrizioni nette con riferimento al sistema fondi di diritto italiano, emorragia solo in parte compensata dalla raccolta dei fondi di diritto estero gestiti da intermediari italiani (che nel periodo hanno mostrato una raccolta netta pari a oltre 18.000 milioni di euro).

TAB. 5.3 - Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano

Categorie di fondi	1999	2000	2001
<i>valori assoluti (in milioni di euro)</i>			
Azionari	32.104	39.530	-18.870
Bilanciati	15.777	17.250	-16.271
Obbligazionari	3.627	-68.987	-6.606
Liquidità	6.847	1.041	21.788
Flessibili	2.743	4.712	-876
Totale	61.097	-6.454	-20.835
<i>in % patrimonio fine periodo precedente</i>			
Azionari	52,1	54,5	-17,1
Bilanciati	62,1	65,3	-14,7
Obbligazionari	-9,8	-51,9	-6,0
Liquidità		9,5	19,7
Flessibili		167,0	-0,8
Totale	10,8	-2,6	-18,8

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

Il patrimonio netto complessivo gestito dai fondi comuni di diritto italiano è passato da 449.988 milioni di euro a fine 2000 a 409.296 milioni di euro a fine 2001 (-9,0%). 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 -28,9% per i fondi azionari, a -28,6% per i fondi bilanciati, a -1,5% per i fondi obbligazionari, a +128,1% per i fondi di liquidità e a -10,3% 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 dicembre 2001 il 46,1% del patrimonio complessivo (42,5% a fine dicembre 2000 e 51,6% a fine 1999); i fondi azionari il 27,0% (34,4% a fine 2000 e 30,9% a fine 1999), i fondi bilanciati il 12,7 % (16,1% a fine 2000 e 11,5% a fine 1999). L'incidenza dei fondi di liquidità era pari al 12,5% (era pari a 5% del patrimonio complessivo a fine 2000, contro il 4,4% a fine 1999) e quella dei fondi flessibili all'1,7% (1,7% a fine 2000 e 1,3% a fine 1999). Anche i dati sull'*asset allocation* complessiva mostrano la decisa riallocazione del risparmio delle famiglie investito in quote di fondi verso investimenti caratterizzati da rischio contenuto. Qualche perplessità desta il comportamento degli investitori con riferimento ai fondi bilanciati, come emerge sia dalla dinamica delle sottoscrizioni nette sopra commentata, sia dal forte ridimensionamento del peso rivestito da tale categoria in termini di patrimonio gestito. Tale atteggiamento è infatti contraddittorio con la contemporanea crescita dei fondi di fondi (su veda paragrafo 5.3.2); nell'ipotesi, da ritenere abbastanza vicina alla realtà, che tale veicolo d'investimento sia una modalità per mantenere un'esposizione al rischio "media", non pare completamente giustificata la fuga dai fondi bilanciati, che prevalentemente offrono lo stesso profilo di rendimento-rischio, a condizioni commissionali generalmente più vantaggiose.

La concentrazione del settore, calcolata a livello di gruppo, vede i primi 3 gruppi (rispettivamente SanPaolo-Imi con il 18,9%, IntesaBci con il 18,5% e UniCredito con il 13,6%), detenere a fine 2001 il 51,0% del patrimonio netto complessivo gestito da società di gestione del risparmio italiane (sostanzialmente 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 6,1% e gruppo Banca Roma con il 4,8%) rappresentavano il 61,9% a fine 2001 rispetto al 58,6% di fine 1999 e al 62,5% di fine 2000.

5.3.1 Il portafoglio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali

L'analisi della composizione del portafoglio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali a metà del 2001 evidenzia come le scelte di investimento dei gestori sono state sostanzialmente in linea con quanto emerso alla fine del 2000, con uno spostamento, ancorchè non considerevole, dell'*asset allocation* a favore degli investimenti meno rischiosi.

Si può infatti rilevare (TAB. 5.4) per i fondi comuni nel loro insieme, a fine agosto, una riduzione del peso degli investimenti in azioni che si attesta al 37% (era il 43% a fine 2000); a tale riduzione si accompagna l'aumento dell'incidenza degli investimenti in titoli di debito, soprattutto relativi alle obbligazioni estere (salite dal 24,7% di fine 2000 al 29,2% dell'agosto 2001) e in misura minore ai titoli di stato domestici (dal 30,2% al 31,3%).

TAB. 5.4 - Composizione percentuale del portafoglio dei fondi comuni e delle GPM

	1998	1999	2000	2001 (*)
	Fondi Comuni Aperti			
Titoli di stato	56,1	36,1	30,2	31,3
<i>Di cui: BOT</i>	4,5	1,6	1,0	2,7
<i>BTP</i>	29,0	20,5	20,2	19,8
<i>CCT</i>	11,5	8,5	6,1	7,1
Obbligazioni	19,8	26,0	26,8	31,7
- in lire	1,2	1,8	2,1	2,5
- in valuta	18,6	24,2	24,7	29,2
Azioni	24,0	37,8	43,0	37,0
- in lire	11,4	10,0	10,6	8,4
- in valuta	12,6	27,8	32,4	28,6
Altre attività finanziarie	0,1	0,0	0,0	0,0
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0
	GPM			
Titoli di stato	44,9	31,4	25,8	27,8
<i>Di cui: BOT</i>	2,3	1,2	0,5	0,5
<i>BTP</i>	24,0	17,4	16,2	18,1
<i>CCT</i>	12,3	9,2	7,1	7,6
Obbligazioni	11,0	10,2	10,5	11,9
- in lire	3,9	4,2	5,5	6,8
- in valuta	7,2	6,0	5,0	5,1
Azioni	6,9	8,9	8,3	8,2
- in lire	5,2	6,0	5,8	5,7
- in valuta	1,7	2,9	2,5	2,5
Altre att. finanz.	0,1	0,7	1,2	0,7
Quote di fondi	37,2	48,8	54,2	51,4
- italiani	34,6	42,5	44,8	40,1
- esteri	2,6	6,3	9,4	11,3
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) I dati del 2001 si riferiscono al 31/8 per i fondi comuni e al 30/6 per le GPM.

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia.

Con riferimento al portafoglio aggregato delle gestioni patrimoniali, si osserva una modifica dell'*asset allocation* che, tuttavia, appare meno marcata.

Infatti, a giugno 2001, si assiste ad un incremento del peso degli investimenti in titoli di stato (passato dal 25,8% di fine 2000 al 27,8%) e delle obbligazioni di emittenti italiani (dal 5,5% al 6,8%) a cui si accompagna la discesa del peso delle quote di fondi comuni (dal 54,2% al 51,4%, determinato tuttavia da una più forte discesa del peso dei fondi italiani e da un recupero di peso dei fondi esteri).

Nel complesso, dall'analisi del portafoglio di fondi e gestioni patrimoniali trova conferma quanto sostenuto dai gestori in un sondaggio svolto nel precedente numero di Osservatorio Monetario, ossia lo spostamento delle preferenze del pubblico verso investimenti meno rischiosi. Si osserva altresì quanto più volte affermato in questa sede relativamente alla maggiore "vischiosità" delle gestioni patrimoniali rispetto ai fondi: infatti, per chi investe in fondi comuni è più agevole modificare il profilo di rischio attraverso il riscatto delle quote e l'eventuale sottoscrizione di altri fondi ritenuti più graditi; nel caso, invece, delle gestioni patrimoniali (ancorché in buona parte rappresentate da gestioni patrimoniali in fondi) risulta più complicato per il cliente procedere ad un immediato riposizionamento del profilo di rischio.

5.3.2 L'innovazione dei fondi di fondi

Tra i prodotti di risparmio gestito, il 2001 si è caratterizzato per l'avvio della attività dei fondi di fondi, ossia di quella particolare categoria di fondi comuni di investimento "non armonizzati" che possono investire fino al 100% delle proprie attività in quote di altri fondi armonizzati, purchè la composizione del portafoglio di tali fondi acquistati non contrasti con la politica di investimento del fondo acquirente.

Data la loro recente operatività, i fondi di fondi occupano un ruolo marginale nella nostra industria del risparmio gestito: a fine 2001 il loro patrimonio ammonta a circa 7.389 milioni di euro (pari all'1,8% del patrimonio complessivo di fondi e SICAV di diritto italiano) (TAB. 5.5). Tuttavia nel corso dell'anno la raccolta netta è risultata positiva (pari a circa 2.600 milioni di euro), in controtendenza rispetto alla raccolta netta degli altri fondi. Per quanto riguarda gli offerenti di tali fondi, si è passati dalle 6 SGR di fine 2000 alle 18 SGR di fine 2001, per un numero complessivo di fondi di fondi offerti pari a 109, di cui 39 azionari, 53 bilanciati, 11 obbligazionari e 6 flessibili (TAB. 5.6).

TAB. 5.5 – Fondi non armonizzati di diritto italiano: fondi di fondi
(raccolta e patrimonio dicembre 2001; dati aggregati per categoria)

	Patrimonio totale	
	mln. euro	in %
Azionari	1.642,5	22,2
Bilanciati	4.424,9	59,9
Obbligazionari	662,4	9,0
Flessibili	658,8	8,9
Totale	7.388,7	100,0

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

Trattandosi di investitori istituzionali che inseriscono nel proprio portafoglio quote di altri investitori istituzionali, uno dei problemi di maggior peso dei fondi di fondi è dato dagli accordi di retrocessione delle commissioni di gestione conclusi tra il fondo acquirente e i fondi le cui quote sono oggetto di acquisto. In questo modo, infatti, la società di gestione del fondo di fondi ottiene una parziale restituzione delle commissioni di gestione acquisite dalle società di gestione dei fondi, senza che i sottoscrittori del fondo di fondi ne abbiano alcun beneficio.

Pertanto, in presenza di tali accordi si possono manifestare conflitti di interesse tra il gestore del fondo di fondi e i sottoscrittori del medesimo fondo che, in sintesi, possono avere effetti distorsivi sul piano dell'efficienza e dell'efficacia delle scelte di investimento del gestore, nonché sull'onerosità del prodotto stesso. A tale proposito, si ritiene utile in questa sede proporre i principali risultati di un recente lavoro della Consob², nel quale (sulla base di una indagine campionaria estesa ad una decina di SGR promotrici di fondi di fondi) emerge la pressoché generalizzata diffusione degli accordi di retrocessione e l'insorgere di un permanente conflitto di interessi tra gestore e sottoscrittori del fondo di fondi. In particolare, tra i vari aspetti evidenziati dall'indagine condotta si segnala che:

- l'esistenza di accordi di retrocessione delimita il campo dei fondi acquisibili favorendo l'acquisto delle quote dei fondi di SGR con le quali si sono conclusi accordi;

- il gestore del fondo tende ad investire nei fondi promossi da SGR con le quali sono state concordate le retrocessioni più elevate;

² Linciano N. e Marrocco E., *Fondi di fondi e accordi di retrocessione – Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, Consob – Quaderni di finanza, n. 49, gennaio 2002.

- il gestore del fondo tende ad operare scelte di investimento in contrasto con il principio del contenimento dei costi e con quello della libera concorrenza tra prodotti: infatti, a parità di classe di investimento (ad esempio fondi azionari dell'Area Euro) ma con differente livello di commissioni, tende a privilegiare non quei fondi che offrono il più basso livello di commissioni bensì quelli delle SGR con le quali esistono accordi di retrocessione.

E' auspicabile che in una fase di espansione del fenomeno rappresentato dai fondi di fondi si ricerchino le condizioni operative migliori sulla base di un elevato livello di trasparenza nei confronti dei sottoscrittori.

TAB. 5.6 – Fondi non armonizzati di diritto italiano: fondi di fondi
(raccolta e patrimonio dicembre 2001; dati aggregati per società di gestione)

	Patrimonio Totale		
	mln euro	in %	% cum.
ARCA SGR	3.140,8	42,5	42,5
INTESA ASSET MANAGEMENT SGR	1.319,5	17,9	60,4
DUCATO GESTIONI	735,2	10,0	70,3
EPTAFUND SGR	531,4	7,2	77,5
COMIT ASSET MANAGEMENT SGR	436,0	5,9	83,4
BNL GESTIONI SGR	304,6	4,1	87,5
RAS ASSET MANAGEMENT SGR	217,3	2,9	90,5
BIPIEMME GESTIONI SGR	191,6	2,6	93,1
AUREO GESTIONI SGR	176,3	2,4	95,5
GESTNORD FONDI SGR	173,1	2,3	97,8
ING INVESTMENT MANAG. ITALIA SGR	67,9	0,9	98,7
PRIMEGEST	43,5	0,6	99,3
BNP PARIBAS AM SGR	14,5	0,2	99,5
SYMPHONIA MULTISICAV	11,7	0,2	99,7
SG ASSET MANAGEMENT SGR	10,1	0,1	99,8
BIPIELLE FONDICRI SGR	9,6	0,1	99,9
EFFE GESTIONI SGR	5,9	0,1	100,0
MERRILL LYNCH INV. MANAGERS SGR	0,0	0,0	100,0
TOTALE	7.388,7	100,0	-

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

5.4 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nel corso del 2001 un andamento complessivamente in sensibile contrazione, con comportamenti differenziati a seconda del segmento di mercato considerato.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.7) si è osservata una riduzione del controvalore scambiato, pari nel periodo a 620 miliardi di euro, con una media giornaliera pari a 2.460 milioni di euro (-28,1% rispetto ai 3.422 milioni in media giornaliera del 2000, ma +22,5% rispetto ai 2.009 milioni di media giornaliera del 1999). In ulteriore forte declino è risultato il volume di scambi sul mercato ristretto, con scambi complessivi nel periodo pari a 399 milioni di euro e una media giornaliera pari a 1,6 milioni, in ulteriore arretramento del 61,6% rispetto ai già poco significativi 4,6 milioni di euro dell'anno precedente. Il Nuovo Mercato, che era stato caratterizzato da un vero e proprio boom di scambi nel 2000, ha mostrato una flessione nel volume dell'attività molto superiore a quella registrata a livello complessivo, con una media giornaliera pari a 81,6 milioni di euro contro i 116 milioni medi dell'anno precedente (-29,7%).

Il coefficiente di *turnover* - 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 al 93% contro il 113% del 2000 e l'84% 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 118%, in sensibile riduzione tuttavia rispetto al livello record (pari a 201%) registrato l'anno precedente.

Anche il mercato dei *covered warrant*, che nel 2000 era stato caratterizzato da scambi in forte crescita, ha fatto registrare livelli di scambio più contenuti, con una media giornaliera scesa da 122 milioni a 82,5 milioni di euro (-32,3%). In questo caso la riduzione del livello di attività sembra connessa sia con il passare dell'effetto "moda" sia con la riduzione del livello di volatilità dei corsi degli strumenti sottostanti soprattutto alla fine del periodo considerato.

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 10.981 milioni di euro, contro i 12.089 milioni dell'anno precedente e con una flessione sulla media giornaliera pari al 9,2% (la media giornaliera è infatti passata da 48 milioni di euro a 43,6 milioni); gli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 126.015 milioni di euro, hanno registrato una flessione del 10,4% (la media giornaliera è infatti passata da 558,3 milioni di euro nel 2000 a 500,1 milioni di euro nel 2001).

TAB. 5.7 - Scambi sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA (valori in milioni di euro)

Strumento	1999	2000	2001
Azioni italiane borsa	499.635	814.735	599.233
Azioni italiane m. ristretto	906	1.158	399
Azioni italiane NM	3.529	29.300	20.372
Totale azioni	505.102	846.226	620.004
Warrant	3.097	2.731	1.151
Covered warrant	14.207	31.079	20.780
Obbl.convertibili	1.085	1.141	1.624
Diritti	484	354	1.060
Obbligazioni	13.862	12.089	10.981
Tit. Stato (Mot)	152.047	141.886	126.015
Tit. Stato (Mts)	2.411.264	1.972.750	
<i>Strumenti derivati</i>			
Fib30:			
Num.contratti	5.094.312	4.259.350	4.634.329
val.scambi	905.841	984.392	829.416
Mini-Fib:			
num.contratti		358.439	1.400.135
val.scambi		16.786	49.359
Midex:			
Num.contratti	2.657	2.044	743
val.scambi	353	176	50
Mibo30:			
num.contratti	2.236.241	2.842.081	2.716.271
val.scambi	264.181	323.166	246.555
Isoalfa:			
num.contratti	1.947.931	5.871.013	8.329.533
val.scambi	28.140	59.431	56.053

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

La fase di incertezza e poi di vera e propria crisi che ha caratterizzato il mercato azionario nella seconda parte dell'anno è alla base della significativa riduzione dei volumi scambiati. La fase ribassista del mercato azionario ha ormai una durata, senza particolari soluzioni di continuità, quantificabile in 20 mesi. Per quanto riguarda il mercato italiano, nemmeno importanti operazioni di riassetto proprietario di società di maggiori dimensioni sia nel settore industriale (quale la complessa operazione Pirelli-Telecom) sia nel settore finanziario (nascita di Banca IntesaBci, aggregazione nel gruppo San Paolo Imi, prospettive di importanti riassetti nel gruppo Unicredito) sono riuscite a ravvivare l'interesse degli investitori.

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari, nel periodo in esame, a 829.416 milioni di euro, con media giornaliera pari a 3.291 milioni, contro i 3.875 miliardi del 2000 (-15%); sul contratto mini-Fib il controvalore degli scambi è stato pari complessivamente a 49.359 milioni, con una media giornaliera pari a 196 milioni di euro (+48,5% rispetto alla media giornaliera di 132 milioni del 2000). Assolutamente irrilevante invece la performance di scambi del contratto Midex, sul quale nel periodo sono stati fatti solo 743 contratti per un controvalore complessivo scambiato pari a 50 milioni di euro.

Le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare una flessione (-23%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata da 1.273 milioni di euro nel 2000 a 978 milioni (sostanzialmente in linea con i 1.040 milioni di euro medi giornalieri scambiati nel 1999). In sostanziale stabilità si è rilevato 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 234 milioni di euro nel 2000 a 222,4 milioni (-5%) nel periodo.

I dati relativi agli scambi di borsa (in particolare quelli di azioni del Nuovo Mercato e di *covered warrant*), insieme con le evidenze negative emerse sui collocamenti nonché sulla raccolta netta dei fondi caratterizzati da più elevati profili di rischio, costituiscono importanti sintomi di disaffezione degli investitori *retail* verso il mercato di borsa e un'ulteriore conferma della marcata prociclicità del loro comportamento all'andamento dei corsi.

6. I PREZZI DELLE AZIONI USA: UN COMMENTO *

Durante gli ultimi mesi gli indici di borsa hanno subito una significativa flessione. Oltre al peggioramento dell'economia, parte della riduzione dei corsi è stata ricondotta da molti allo scoppio di una bolla speculativa, che negli ultimi anni avrebbe portato le quotazioni a un livello troppo elevato e incompatibile con il "valore fondamentale" dei titoli, ovvero col loro "vero" valore economico. Secondo vari studiosi, inoltre, questa "bolla" non si sarebbe ancora interamente esaurita e permarrebbe quindi il pericolo di un crollo delle quotazioni. Un evento di questo genere sarebbe particolarmente dannoso perché potrebbe minare le possibilità di una ripresa economica, specialmente negli Stati Uniti dove la ricchezza finanziaria detenuta in azioni è elevata. Risulta quindi di particolare importanza stabilire se i prezzi delle azioni siano tuttora eccessivi rispetto a una stima del loro valore "fondamentale".

L'analisi qui riportata si riferisce esclusivamente alla borsa americana, e più specificatamente al mercato dei titoli tradizionali, per il quale sono disponibili più informazioni di quello della *new economy* (NASDAQ). Lo studio è condotto sull'indice di borsa *S&P Comp.*, per il quale sono state preparate da Shiller anche le corrispondenti serie dei dividendi e degli utili per tutto il periodo gennaio 1871-settembre 2001¹. Le serie sono state poi integrate con altre di varie fonti per avere l'intero insieme di dati da sottoporre ad analisi empirica.

La metodologia adottata è molto semplice. Ipotizzando che il valore fondamentale V sia sufficientemente rappresentabile dall'usuale formula semplificata del valore attuale dei dividendi futuri attesi

$$V = D / (R - G) \quad (1)$$

(dove V è il valore fondamentale delle azioni, D i dividendi, R il rendimento atteso di equilibrio delle azioni e G il tasso di crescita nominale dei dividendi attesi), si è provveduto a stimare il fondamentale V nell'ipotesi che *nel lungo periodo* esso coincida col prezzo P dei titoli. La differenza fra il prezzo di mercato e la stima del fondamentale viene interpretata, se positiva, come una misura della sopravvalutazione delle azioni e dovrebbe permettere di valutare se sussistano

* A cura di G. Verga.

¹ I dati, già utilizzati dallo stesso Shiller in *Irrational Exuberance* [Princeton University Press 2000, Broadway Books 2001], sono riportati anche nel sito <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>.

tuttora pericoli di ulteriori crolli di borsa dovuti a un'eccessiva sopravvalutazione dei titoli.

Per rendere l'analisi più intuitiva conviene esprimere la (1) in una forma più omogenea con l'usuale rapporto *dividends/price*:

$$100 \times (D / V) = R - G \quad (\text{con } R \text{ e } G \text{ espressi in } \%) \quad (2)$$

e, togliendo l'inflazione attesa *INFL* sia da *R* che da *G*:

$$100 \times (D / V) = (R - INFL) - g \quad (3)$$

(dove *g* è la crescita attesa dei dividendi reali).

Questa formula può ulteriormente essere specificata per tener conto dell'effetto degli utili non distribuiti sulla crescita delle imprese. Introducendo alcune ulteriori ipotesi semplificatrici, si arriva ad una delle tante forme alternative in cui sono esprimibili le relazioni:

$$100 \times (D / V) = (R - INFL) \times (D / U) - g' \times (D / U) \quad (4)$$

$$100 \times (U / V) = (R - INFL) - g' \quad (4\text{bis})$$

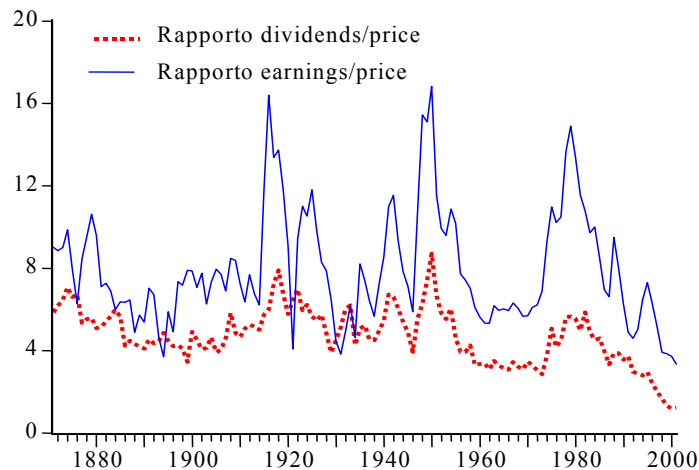
(dove *U* sono gli utili e *g'* il tasso di crescita "naturale" dei dividendi [e/o degli utili] attesi, depurato, cioè, della componente della crescita dovuta all'autofinanziamento).

Nella FIG. 6.1 sono riportati gli andamenti di $100 \times (D / P)$ e $100 \times (U / P)$, rispettivamente il rapporto *dividends/price* e il rapporto *earnings/price*, per il periodo 1871-2001. Alcuni studiosi fanno proprio riferimento agli attuali valori di questi rapporti, al momento situati a livelli storicamente molto bassi, per sostenere l'affermazione che i prezzi (il denominatore delle frazioni) sono troppo alti. A parte il fatto che il basso valore del rapporto *dividends/price* è, entro certi limiti, riconducibile semplicemente alla bassa quota di utili distribuiti negli ultimi anni (nella formula (4) *D/V* si riduce al diminuire di *D/U*), il valore di questi rapporti andrebbe più correttamente giudicato alto o basso non in assoluto, ma in relazione all'andamento dei rispettivi valori di equilibrio espressi dai termini di destra delle formule (4) e (4bis).

In altri termini, un valore storicamente molto basso di $100 \times (U / P)$ può non essere dovuto a una *sottovalutazione* del corretto $100 \times (U / V)$, ma semplicemente a un suo *allineamento al giusto valore* $100 \times (U / V)$, il quale, però, a sua volta, è eccezionalmente basso a causa delle variabili che ne determinano il valore (per es. un rendimento reale atteso di equilibrio *R-INFL* molto inferiore al normale). E le

conseguenze di queste due possibilità sono molto diverse: nel primo caso c'è da temere il verificarsi di una futura diminuzione dei prezzi che ristabilisca l'uguaglianza tra $100 \times (U/P)$ e $100 \times (U/V)$; nel secondo caso, invece, i prezzi sono già al livello di equilibrio e i loro futuri principali mutamenti saranno legati alle variazioni di U , D , R , $INFL$ e g' .

FIG. 6.1 – Andamento del rapporto dividendi/prezzo e utili/prezzo negli USA
(dati annuali; periodo 1871-2001)

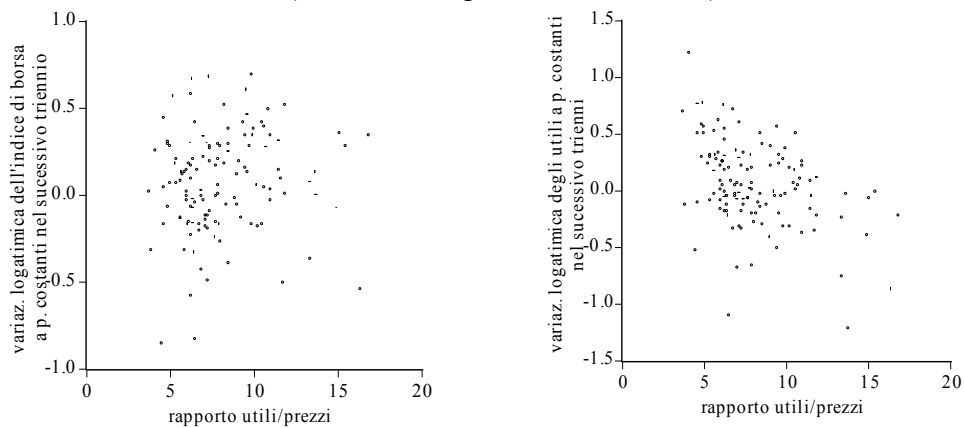


Fonte: Shiller (2001).

E' chiaro che stimare questi valori di equilibrio non è semplice, ma non farlo - e basare l'affermazione che il prezzo è sopravvalutato solo perché i rapporti dividendi/prezzo e il rapporto utili/prezzo sono ai minimi storici - corrisponde, di fatto, ad affermare che negli ultimi 100 anni i loro *valori di equilibrio* sono rimasti pressoché inalterati. E, a parte la questione se un'affermazione di questo genere possa essere considerata realistica, c'è anche qualche semplice considerazione empirica che ne mette in dubbio la validità. Se fosse vero che un basso valore di questi rapporti segnali una futura diminuzione dei corsi P , si dovrebbe, per esempio, individuare un legame positivo tra i livelli del rapporto *earnings/price* $100 \times (U/P)$, e le *successive variazioni* dei prezzi (rapporto *basso* \rightarrow successiva *diminuzione* di P , rapporto *alto* \rightarrow successivo *incremento* di P). La FIG. 6.2 dimostra, però, che questo legame - se c'è - è particolarmente debole (il coefficiente di correlazione è pari a 0,11). E' invece più

visibile una certa relazione *inversa* tra i livelli del rapporto *earnings/price* e le successive variazioni degli utili reali (coefficiente di correlazione = -0,41), come se nel passato un basso rapporto *earnings/price* contrassegnasse i periodi più promettenti per l'andamento futuro delle imprese piuttosto che i periodi di sopravvalutazione del valore delle azioni.

FIG. 6.2 – Rapporto utili/prezzo e successive variazioni nei prezzi e negli utili
(dati annuali; periodo 1871-2001)



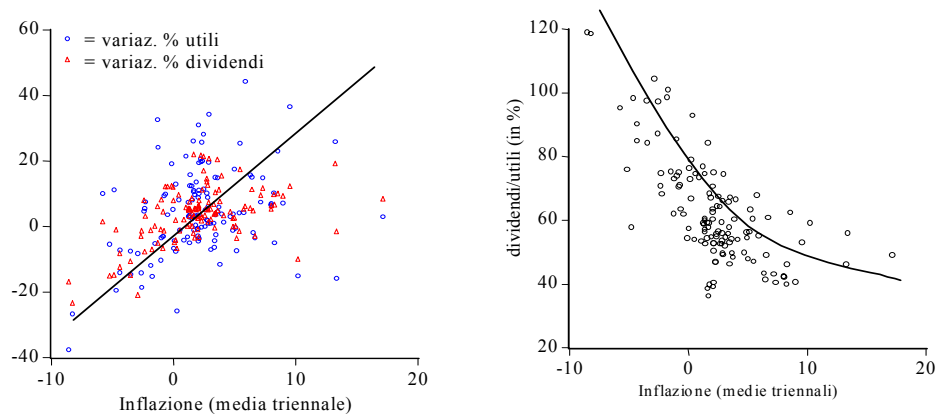
Fonte: Shiller (2001); nostre elaborazioni.

Come già sottolineato in precedenza, comunque, per stimare le eqq. 4 e/o 4bis, si deve affrontare tutta una serie di problemi la cui soluzione non può che basarsi, in gran parte, su approssimazioni e elementi di natura soggettiva. Tra questi problemi si possono ricordare, in particolare, la qualità e significatività dei dati a disposizione e la scelta, invero cruciale, tra l'utilizzo di serie "lunghe" (che abbracciano molti anni) e serie "brevi". Avere più osservazioni a disposizione rappresenta, infatti, un vantaggio per la precisione delle stime a *condizione che* le relazioni da stimare siano *stabili*, cioè siano sempre le stesse per tutto il periodo considerato.

Per quanto riguarda i dividendi D e gli utili U (compresi i loro rapporti), va per esempio sottolineato che i valori a cui fanno riferimento le formule sono quelli "normali" (cioè depurati dalle eventuali "componenti transitorie") e non quelli effettivi: il tradizionale impiego *sic et simpliciter* dei valori effettivi al posto

di quelli “normali” costituisce già una prima imprecisione. C’è poi il problema dell’effetto distorsivo che l’inflazione elevata ha, soprattutto al suo sorgere, sugli utili contabili. Nelle equazioni 4 e 4bis gli utili U andrebbero infatti interpretati come “corretti per l’inflazione”; nel caso in esame, però, la corrispondente serie non è disponibile e l’utilizzo degli utili contabili costituisce un’ulteriore fonte di distorsione. La FIG. 6.3, inoltre, dimostra l’esistenza, non solo di un legame sistematico tra l’inflazione e crescita degli utili e dei dividendi, ma anche tra inflazione e percentuale degli utili distribuiti, il che starebbe a segnalare una possibile distorsione che l’inflazione, soprattutto se elevata e variabile, esercita sulla misura D/U della politica di autofinanziamento e, quindi, anche sul calcolo del fondamentale basato sulle grandezze contabili.

FIG. 6.3 – Inflazione, crescita dividendi e utili e rapporto utili/dividendi
(dati annuali; periodo 1871-2001)

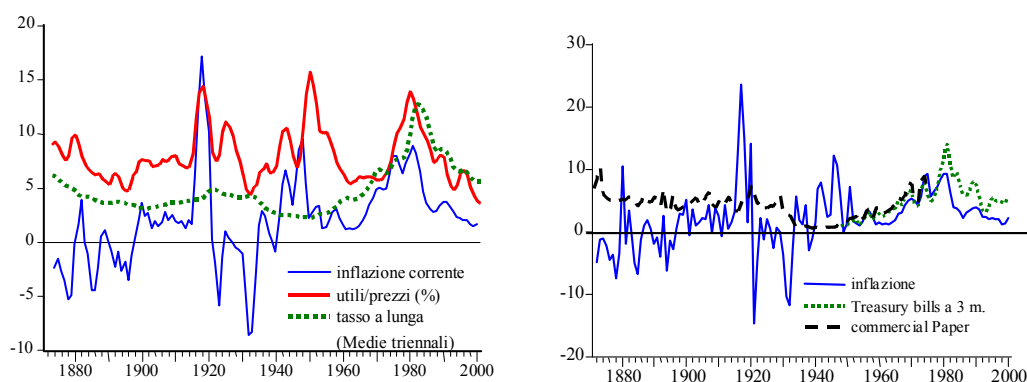


Fonte: Shiller (2001), Friedman-Schwartz (1983) e contabilità nazionale USA; nostre elaborazioni.

Un ulteriore e importantissimo problema riguarda il rendimento R di equilibrio delle azioni - che *non* è noto -, e le sue interrelazioni con l’inflazione. La prassi più comune è quella di approssimare R col rendimento delle obbligazioni a lunga scadenza R_O (per esempio di quelle decennali) più una costante per sintetizzare l’effetto del premio al rischio, ecc. Questa sostituzione, però, suppone che l’elasticità incrociata delle domande di azioni ed obbligazioni sia particolarmente elevata, ma ciò non tiene conto che le azioni sono sostituiti non solo degli investimenti obbligazionari, ma anche degli investimenti reali e che,

come conseguenza, anche il rendimento di questi ultimi influenza R : il risultato pratico è che la loro mancata esplicitazione può distorcere i risultati, soprattutto nei periodi in cui il rendimento delle obbligazioni, da solo, *non* è un buon indicatore del costo-opportunità dell'investimento azionario. Ed infatti una condizione per poter correttamente impiegare R_O come "la" *proxy* del rendimento di equilibrio delle azioni è che l'equilibrio del mercato obbligazionario incorpori anche le informazioni sull'equilibrio del mercato reale: ciò implica, per esempio, che, nelle fasi di inflazione attesa elevata, anche il rendimento delle obbligazioni debba essere elevato per garantire un'adeguata remunerazione *reale* ai possessori dei titoli a reddito fisso. Questa non sembra però essere stata la caratteristica delle obbligazioni durante gli anni *precedenti* la seconda guerra mondiale (FIG. 6.4).

FIG. 6.4 – Tassi d'interesse, rapporto utili/prezzi e inflazione dal 1871 al 2001



Fonte: Shiller (2001), FED e Friedman-Schwartz (1983) e Contabilità Nazionale USA.

In quel periodo, infatti, a differenza di quanto avvenuto nel secondo dopoguerra, non si rileva alcun parallelismo tra inflazione (né *ex-ante* né *ex-post*) e rendimenti obbligazionari. Anche se è vero che l'irregolarità della crescita dei prezzi, tipica di quel periodo, potrebbe aver reso difficile la formazione di aspettative a lungo termine abbastanza ben definite da influenzare il rendimento obbligazionario, si deve notare che nemmeno i tassi a breve si sono adeguati all'inflazione, come se l'equilibrio del mercato finanziario fosse poco sensibile alle possibilità offerte dal settore reale. Nei periodi in cui il rendimento obbligazionario non è una buona *proxy* del rendimento di equilibrio delle azioni l'inflazione attesa assume così un doppio ruolo nella determinazione dei rapporti

D/V e U/V : da un lato è una componente della crescita dei dividendi nominali attesi che va sottratta ad R (e come tale ha un segno negativo), dall'altro influenza, insieme al rendimento delle obbligazioni R_O , il rendimento di equilibrio delle azioni e, in questa veste, ha segno positivo: il suo effetto complessivo è, pertanto, ambiguo. Dalla FIG. 6.4, comunque, risulta che il legame tra inflazione e rapporto utili/prezzi appare prevalentemente positivo per il complesso del periodo 1871-2001. Questo risultato emerge anche in una regressione di U/V su (a) R_O (il cui coefficiente non risulta invece significativo), (b) l'inflazione INFL corrente, e (c) la crescita del PIL reale (come *proxy* della crescita "naturale" di utili e dividendi). D'altra parte, se al posto dell'inflazione corrente si pone l'inflazione *futura effettiva* relativa alla vita dei titoli (10 anni), questa misura dell'inflazione non risulta più significativa. Diventa così cruciale il problema della determinazione delle aspettative inflazionistiche: la scelta tra impiegare, come *proxy* dell'inflazione attesa, l'inflazione effettiva corrente o quella effettiva futura può sconvolgere interamente i risultati. Questo rende anche problematico stabilire la capacità segnaletica del rendimento delle obbligazioni, e quindi anche l'adeguatezza dell'impiego di questa variabile come approssimazione del rendimento di equilibrio delle azioni.

Il problema della determinazione dell'inflazione attesa va assolutamente risolto, a meno di uniformarsi all'atteggiamento di coloro che, per non affrontarlo, assumono a priori che il rendimento reale atteso sia *sempre* rimasto *costante*. Se questa soluzione non è considerata accettabile, rimangono solo due alternative: (a) individuare qualche *proxy* per le aspettative (eventualmente tramite un modello esplicativo, l'utilizzo di inchieste, etc.), oppure (b) limitare l'analisi ai periodi in cui l'inflazione è bassa e stabile - e quindi il problema delle aspettative inflazionistiche - come ha sostenuto anche Greenspan - è poco rilevante. Entrambe queste soluzioni presentano degli svantaggi: nel primo caso s'introduce un notevole elemento di *soggettività*, nel secondo si *limita fortemente* il periodo di applicabilità dell'analisi.

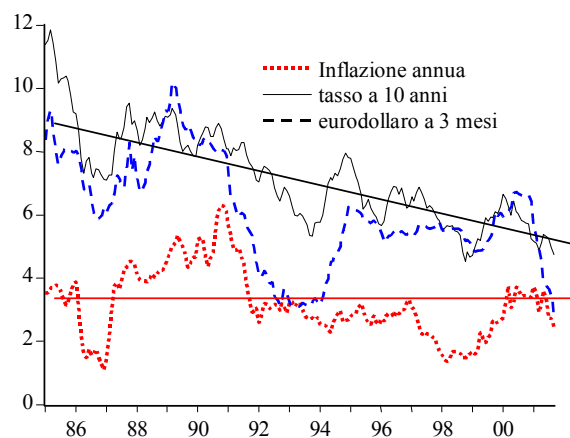
Considerando però che un'inflazione elevata riduce anche il significato economico degli utili contabili, che il ruolo del tasso a lunga non è lo stesso in tutto il periodo considerato, che precedentemente alla seconda guerra mondiale l'inflazione era instabile e dopo è diventata stabile, si è deciso di adottare la seconda delle due soluzioni, limitando *drasticamente* il periodo di analisi al solo

quindicennio 1985-2001. Questa soluzione può sembrare inefficiente, visto che trascura tutte le informazioni disponibili negli anni precedenti, ma una stima allargata a tutto il periodo 1871-2001 richiederebbe un modello che, per poter essere adattato alle diverse condizioni storico-economiche dei vari periodi, sarebbe così carico di ipotesi *ad hoc* che poi un confronto intertemporale sarebbe privo di significato.

La scelta di partire dal 1985 non è casuale. Dopo la svolta antinflazionistica del 1983, negli USA l'inflazione è rimasta modesta e stabile per tutti gli anni successivi (3,20% in media): è quindi plausibile che in quel periodo anche l'inflazione *attesa* a lungo termine fosse pressoché costante (ed al più corretta per l'effetto dell'inflazione corrente) e che gli utili contabili non fossero eccessivamente distorti. In questo periodo, inoltre, è aumentata l'efficienza e l'ampiezza dei mercati finanziari, così che il rendimento delle obbligazioni ha probabilmente assunto un contenuto informativo più rilevante che nel passato. Il biennio 1983-1985, pur contrassegnato da bassa inflazione, viene invece tralasciato perché si ritiene possa essere stato un periodo di transizione, tra la vecchia e la nuova mentalità antinflazionistica.

Come risulta dalla FIG 6.5, nel periodo che va dal gennaio 1985 in avanti, l'ipotesi di tassi reali costanti *non* pare accettabile: data la relativa stabilità dell'inflazione, l'andamento dei tassi reali attesi ha necessariamente seguito *la tendenza* dei nominali.

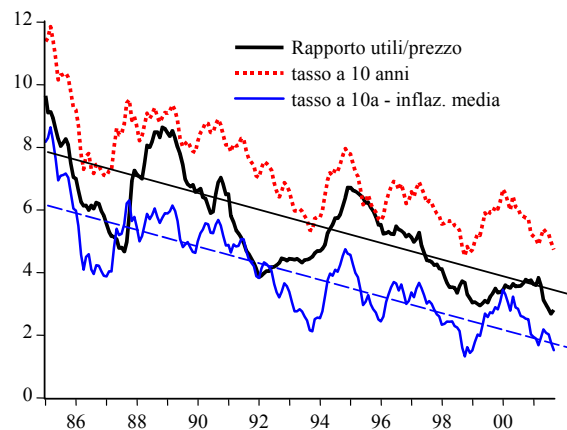
FIG. 6.5 – Tassi d'interesse e inflazione dal 1985



Fonte: Shiller (2001) e FED; nostre elaborazioni.

In base a questa ipotesi si possono allora confrontare gli andamenti del rapporto utili/prezzo con il tasso a lunga (titoli di Stato decennali), sia grezzo sia diminuito dell'inflazione media (FIG. 6.6).

FIG. 6.6 – Tassi a lunga e rapporto utili/prezzo
(periodo gen. 1985 – sett. 2001)



Fonte: Shiller (2001) e FED; nostre elaborazioni.

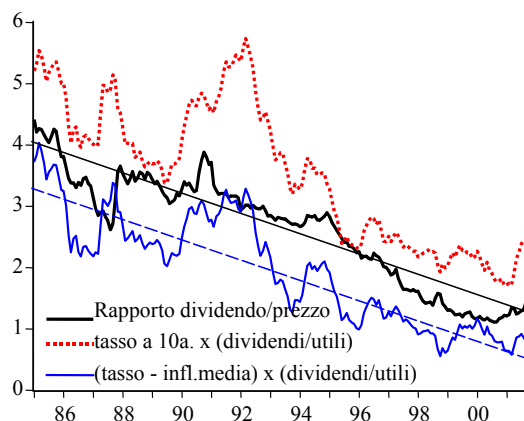
Ne emerge un significativo *parallelismo* tra la tendenza del rapporto utili/prezzo e quella del tasso nominale (e, per quanto detto prima, anche *reale atteso*): la tendenza alla riduzione del rapporto *earnings/price* sembra riconducibile, in accordo con l'eq. 4bis, alla *diminuzione dei tassi* nominali e reali.

Lo stesso risultato è peraltro confermato dal parallelismo tra il rapporto dividendi/prezzi e il tasso a lunga (depurato per l'inflazione media), moltiplicato, come richiesto dall'eq. 4, per la quota di dividendi distribuiti D/U (FIG 6.7).

In base a queste osservazioni si può quindi ritenere che la tendenza al ribasso del rapporto utili/prezzi e dividendi/prezzi sia in buona parte *riconducibile* (a) al comportamento del rendimento dei titoli a lunga e (b) alla politica di distribuzione dei dividendi. Non sembra quindi corretto parlare di un comportamento totalmente *irrazionale* da parte degli investitori.

Per meglio approfondire il problema si è comunque provveduto a stimare, mediante le usuali tecniche di regressione, il valore teorico del fondamentale V corrispondente alle equazioni 4 e 4bis.

FIG. 6.7 – Tassi a lunga, utili distribuiti e rapporto dividendi/prezzo
(periodo gen. 1985 – sett. 2001)



Fonte: Shiller (2001) e FED; nostre elaborazioni.

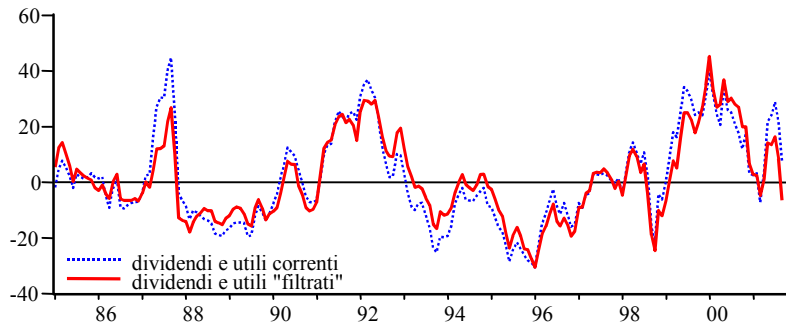
Le variabili esplicative sono state scelte tenendo conto dei precedenti risultati. Esse sono: (a) il tasso a 10 anni al netto dell'inflazione media del periodo, (b) una costante che approssimare l'effetto del premio al rischio delle azioni e l'eventuale trend presente nella crescita di lungo periodo g' , (c) i dividendi e gli utili contabili; a queste variabili sono state aggiunte anche (d) l'inflazione annua effettiva (nell'ipotesi che anche questa variabile possa avere qualche effetto sulle aspettative inflazionistiche di lungo periodo) e (e) la crescita del PIL reale (anticipato di 5 mesi = la parte centrale due trimestri; per gli ultimi dati sono state prese le previsioni di *consensus*).

Il coefficiente del tasso l'interesse è vicino ad uno, mentre l'inflazione corrente effettiva e la crescita del PIL hanno segni negativi anche se i valori sono modesti. Per quanto riguarda gli *utili e i dividendi*, sono state utilizzate due diverse alternative. Nella prima sono stati presi tali e quali i valori forniti da Shiller (2001), nella seconda questi valori sono stati preventivamente "filtrati" (col filtro di Hodrick-Prescott) per *eliminarne le componenti transitorie*, in accordo con le formule dell'equilibrio.

La differenza tra il prezzo effettivo P di mercato e la sua stima, quando è positiva e elevata, segnala un *eccesso di valutazione delle azioni* rispetto al loro *valore fondamentale*. Il relativo grafico è riportato nella FIG. 6.8 e, per la sua corretta interpretazione va ricordato che modeste discrepanze tra l'indice e la

stima del fondamentale potrebbero essere la conseguenza del fatto che il calcolo del fondamentale è solo approssimato.

FIG. 6.8 – Sopravvalutazione dell'indice di borsa rispetto al fondamentale: due diverse stime
(periodo gen. 1985 – sett. 2001)

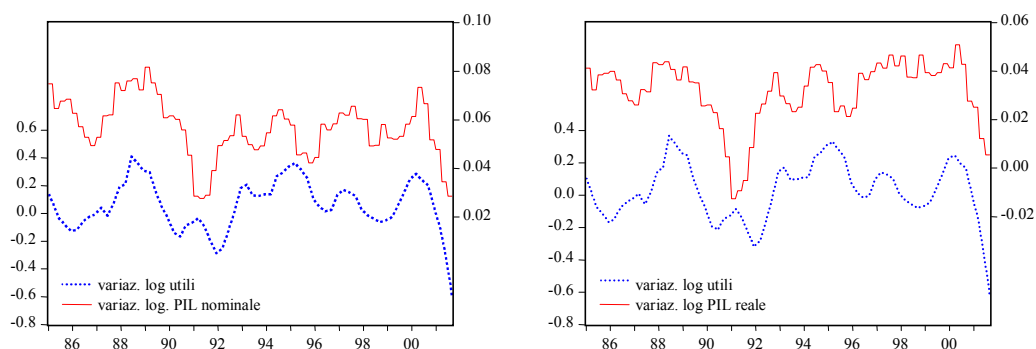


Fonte: nostre elaborazioni su dati di Shiller, FED e contabilità nazionale USA.

Dalla figura emerge una significativa anomalia nel 1987 (la famosa “bolla” dell’ “ottobre nero”), mentre per gli anni successivi si notano delle grosse oscillazioni del prezzo di mercato attorno al valore fondamentale, di tipo, però, non esplosivo (“moda”)². E’ visibile comunque il crollo che nel 1998 aveva seguito la crisi asiatica. A settembre 2001, comunque, l’indice di borsa sembrerebbe tornato a un valore non eccessivamente lontano dalla stima del fondamentale, da cui si era di nuovo allontanato nei primi mesi del 2001 e questo è soprattutto visibile quando nella regressione vengono utilizzati *i più corretti* valori “filtrati” degli utili e dei dividendi. Non sembrerebbe pertanto che, al momento, vi siano impellenti pericoli di crolli di borsa dovuti all’esplosione di una bolla speculative. Pur se la borsa americana attraversa una fase quanto mai incerta, il futuro andamento delle quotazioni dovrebbe dipendere soprattutto (a) dalle prospettive economiche delle imprese - le quali, a loro volta (FIG. 6.9) sono in buona parte legate all’andamento dell’economia -, (b) dall’andamento dei tassi e (c) dall’ottimismo degli investitori.

² Per la distinzione tra “bolle” e “mode” (o *fads*) si veda: C. Camerer in: Vaciago G. e Verga G. (a cura di), 1995, *Efficienza e stabilità dei mercati finanziari*, Il Mulino, Bologna, pp.311 - 354.

FIG. 6.9 – Crescita degli utili e crescita del PIL
(periodo gen. 1985 – sett. 2001)



Fonte: Shiller (2001) e Contabilità nazionale USA.

L'accettazione di questo, in parte rassicurante, risultato è comunque vincolata all'accettazione della metodologia adottata in quest'analisi, tra cui l'affermazione che, per le ragioni sopra esposte, non è possibile effettuare un'analisi di lunghissimo periodo, ma occorre limitare invece lo studio agli ultimi quindici anni, contrassegnati da inflazione bassa e stabile. E il risultato è che, almeno in questo periodo, la tendenza dei corsi azionari ha riflesso soprattutto l'andamento dei dividendi, degli utili e del tasso nominale, anche se in taluni momenti il prezzo si è allontanato di molto dal valore fondamentale.

Coloro che ritengono che, per determinare il valore fondamentale delle azioni, sia indispensabile fare analisi e confronti di lungo-lunghissimo periodo opporrebbero a questa conclusione che in tutti i quindici anni dal 1985 al 2001 i prezzi delle azioni devono essere considerati sopravvalutati. Un commento che sembra nascere da un pregiudizio interpretativo aprioristico e che, come tale, può essere difficilmente smentito. L'analisi delle pagine precedenti ha cercato di presentare le ragioni a favore dell'utilizzo di un periodo di riferimento relativamente breve. Valuti quindi il lettore quale opzione preferire.