



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2003

Rapporto redatto nel mese di **ottobre 2003** da:

Piero Giarda (responsabile), Maria Flavia Ambrosanio, Mario Anolli, Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Domenico Delli Gatti, Marco Lossani, Giuseppe Mastromatteo, Laura Nieri, Giovanni Petrella, Giacomo Vaciago, Giovanni Verga e Roberta Fusetti.

con la **collaborazione** di: Giovanni Barone, Stefano Corona, Maurizio Marchiori e Elisabetta Scansani (Segretaria).

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine ottobre 2003.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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



INDICE

SINTESI	pag. I
CONFUSIONE MONETARIA	“ 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	“ 3
1.1 Il quadro internazionale	“ 3
1.1.1 USA: la ripresa c'è ed è forte ma quanto durerà?	“ 5
1.1.2 Eurolandia: alla ricerca di una via d'uscita dalla stagnazione	“ 8
1.2 La competitività del sistema economico italiano	“ 10
1.2.1 <i>Export performance</i> e quote dei mercati mondiali	“ 11
1.2.2 Composizione merceologica dell'<i>export</i> e modello di specializzazione	“ 13
1.2.3 Destinazione geografica dell'<i>export</i>	“ 14
1.2.4 Andamento degli indicatori di cambio reale	“ 16
1.2.5 Delocalizzazione e Investimenti Diretti all'Estero	“ 18
1.2.6 La questione cinese	“ 19
2 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 21
2.1 Il preconsuntivo 2003	“ 21
2.1.1 Il confronto risultati-obiettivi	“ 22
2.2 Lo scenario 2004-2007	“ 24
2.3 La manovra finanziaria per il 2004	“ 27
2.4 Appendice: evoluzione dei principali indicatori di finanza pubblica	“ 33
3 – LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE	“ 35
3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi	“ 35
3.2 I tassi di mercato, le aspettative e il cambio	“ 39
3.3 I tassi <i>corporate</i>: recenti andamenti	“ 46
3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse	“ 51
3.5 Le previsioni dei tassi bancari	“ 57
4 – L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NEL DECENNIO 1993-2002	“ 59
4.1 La struttura del sistema bancario italiano	“ 59
4.2 La <i>performance</i> del sistema bancario italiano	“ 64
4.3 Conclusioni	“ 70
5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 71
5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 71
5.2 La gestione del risparmio	“ 73
5.3 Gli scambi di titoli quotati	“ 76
5.4 La direttiva 2001/107/CE in materia di società di gestione del risparmio “armonizzate”	“ 79

SINTESI

Il quadro macroeconomico – Lo scenario macroeconomico internazionale all’inizio dell’autunno si caratterizza per l’aprirsi del divario di crescita tra l’area euro – alle prese con una stagnazione persistente – e gli Stati Uniti, dove invece la ripresa sta prendendo corpo. Nel terzo trimestre il PIL USA ha registrato una variazione annualizzata del 7%, il miglior risultato dal 1984, anche se da più parti vengono avanzati dubbi sulla sua tenuta nel lungo periodo, soprattutto alla luce del condizionamento derivante dai “deficit gemelli”.

Sotto il profilo della ridotta capacità di crescere, l’economia italiana appare purtroppo pienamente integrata con quella europea, con l’aggravante di una maggiore nostra perdita di competitività.

La perdita di quote di mercato registrata dalle nostre esportazioni negli ultimi anni è in parte riconducibile al deterioramento degli indicatori di cambio reale effettivo, ma in larga parte (per oltre il 60%) è la risultante della concentrazione delle nostre esportazioni su prodotti ormai maturi venduti all’interno di mercati scarsamente dinamici.

La finanza pubblica – Il quadro di finanza pubblica, quale risulta dal preconsuntivo 2003, appare in peggioramento: l’indebitamento netto aumenta al 2,5% (0,8% l’obiettivo indicato nel luglio 2002); il risparmio pubblico, dopo cinque anni, torna negativo. A questi risultati hanno concorso sia lo sfavorevole andamento dell’economia, con una crescita del PIL al di sotto delle previsioni, sia gli effetti di trascinamento degli esiti negativi di finanza pubblica nel 2002.

La manovra finanziaria per il 2004 è pari a complessivi 16,3 milioni di euro, dei quali 14,4 miliardi derivanti da maggiori entrate e 1,9 miliardi da risparmi di spesa. La quota destinata alla riduzione dell’indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche è di 11,1 miliardi: i restanti 5,2 miliardi sono infatti costituiti da minori entrate e maggiori spese finalizzate ad interventi definiti per “favorire lo sviluppo” ma di fatto destinati all’ordinaria attività della Pubblica Amministrazione e a qualche modesto programma di incentivi.

La congiuntura monetaria e i tassi di interesse – Negli ultimi mesi i tassi ufficiali sono rimasti fermi ai livelli di giugno. La Banca Centrale Europea considera infatti “appropriato” l’attuale livello dei tassi in relazione all’andamento tuttora non favorevole dell’economia. Nonostante l’elevata crescita della moneta (+7,4% la variazione annua della M3 a settembre), non sembrano esserci pericoli inflazionistici.

Per quanto riguarda i tassi di mercato, i rendimenti a breve, legati ai tassi ufficiali, si presentano più bassi negli USA che in Europa, mentre il contrario avviene per i tassi a lunga, più sensibili alle aspettative di crescita economica. La struttura dei tassi nella zona euro suggerisce, comunque, che gli operatori si attendono un



leggero aumento dei tassi a breve già nella primavera 2004 e questa prospettiva sembra confermata anche da una stima basata su indicatori economici.

In Italia continua la crescita degli impieghi del sistema bancario (+7,3% la variazione annua ad agosto), sostenuta dalla componente a medio/lungo termine. Benché essa si sta accompagnando ad una accelerazione dei crediti in sofferenza, la qualità del credito resta sotto controllo.

Negli ultimi mesi i tassi bancari a breve si sono ulteriormente ridotti, mentre quelli a medio-lungo termine hanno già cominciato a risalire. Le nostre previsioni sono che anche per i tassi a breve si manifesterà una loro tendenza al rialzo verso la primavera del prossimo anno.

L'evoluzione del sistema bancario italiano nel decennio 1993-2002 – Sotto il profilo strutturale, il sistema bancario italiano, ha sperimentato un processo di concentrazione diffuso, che ha interessato tutte le categorie dimensionali e che si è accompagnato ad un aumento del grado di bancarizzazione e ad un aumento del grado di concorrenza nella distribuzione dei prodotti bancari.

Sul fronte dei ricavi, si è verificato un processo di ricomposizione a favore dei ricavi diversi dagli interessi che, negli ultimi anni, hanno subito le conseguenze degli andamenti congiunturali borsistici.

Nella seconda parte del decennio vi è stato un generalizzato recupero di redditività (misurata dal ROE), reso possibile da aumentati livelli di efficienza (miglioramento del *cost income ratio*).

Con riferimento infine all'andamento delle sofferenze, si evidenzia un punto di svolta nel 1996, grazie ad un generale progresso nelle strutture e nelle metodologie di selezione e gestione del credito, nonché ad operazioni di cartolarizzazione.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio – Nei primi nove mesi del 2003, a fronte di una sostanziale stabilità dei controvalori di titoli trattati sui mercati regolamentati, è raddoppiato, rispetto al corrispondente periodo 2002, il volume di risorse raccolto attraverso aumenti di capitale e OPVS. Si nota la quasi totale prevalenza di operazioni poste in essere da società già quotate e le elevate percentuali di inoptato.

La raccolta netta dei fondi comuni italiani è tornata ad essere positiva: i nuovi flussi si stanno concentrando soprattutto verso quelle tipologie di fondi caratterizzati da rischio nullo (+15.278 la raccolta netta nei nove mesi dei fondi liquidità) o contenuto (+17.446 quella dei fondi obbligazionari).

Il capitolo propone inoltre un primo approfondimento – in attesa dell'integrale emanazione delle norme nazionali di attuazione – della direttiva 2001/107/CE in materia di società di gestione del risparmio “armonizzate”. Le principali novità riguardano: l'autorizzazione ad offrire i servizi di gestione collettiva in regime di mutuo riconoscimento, al pari degli altri operatori finanziari; la rimozione delle restrizioni all'attività degli OICVM; l'introduzione di un prospetto semplificato.

CONFUSIONE MONETARIA*

A prima vista, è un paradosso: fino a sei mesi fa, il timore era che l'economia mondiale si fermasse – per deflazione nei paesi più ricchi, come Stati Uniti e Germania; e per la SARS in Cina – rendendo le politiche monetarie incapaci di stimolo ulteriore. Oggi, il timore è esattamente quello opposto: la crescita è accelerata in Asia (Cina e Giappone, ora assieme) ed è molto rapida anche nel mondo anglosassone (Stati Uniti e U.K.). Le variabili monetarie dovrebbero dunque volgersi in direzione restrittiva: salire i tassi di interesse (non solo quelli a lunga, come già i mercati hanno iniziato a fare; ma anche quelli di *policy*, decisi dalle Banche centrali) e apprezzarsi i tassi di cambio dei Paesi che crescono di più.

Ma questa previsione di buon senso non è condivisa da tutti i Governi; che in vari casi stanno perseguendo obiettivi contraddittori. Il risultato è un grado di confusione e di incertezza, superiore al normale. Aggravato dai troppi interventi pubblici (di “bocca aperta” e non solo di “mercato aperto”; come spiritosamente dicono gli americani) di uomini politici (a cominciare dal Presidente Bush e dal suo ministro del Tesoro Snow) e autorità (o ex-autorità, come il Presidente Duisenberg).

Proviamo a rimettere ordine in questo complicato *puzzle*, che rischia di provocare qualche incidente di percorso che potrebbe retroagire negativamente sulle variabili reali, che invece abbiamo detto essere ora assai meglio disposte.

La vicenda monetaria presenta un primo paradosso: da molti mesi, il Presidente Greenspan sostiene che i tassi di interesse resteranno bassi per molto tempo, per contrastare rischi di deflazione. Il risultato è che quando – ed è già successo molte volte – escono buone notizie sulla crescita USA, il mercato dei titoli subisce uno scossone e i tassi a lunga tendono a salire (anche in Europa!). Dunque i tassi bassi servono alla ripresa, ma se c'è ripresa i tassi salgono!

Il secondo paradosso è valutario: il dollaro deve deprezzarsi rispetto alle valute dei Paesi che accumulano dei surplus nei confronti degli USA. Un dollaro deprezzato concilia un minor deficit esterno degli USA con una loro maggior crescita. Peccato che quando l'economia americana appare in crescita sostenuta, il dollaro tenda ad apprezzarsi!

* A cura di G. Vaciago.



Se ciò già non bastasse, la somma di quei due paradossi è ancora più grave: quando i tassi USA salgono e il dollaro si rinforza, si registrano rilevanti minusvalenze per tutti i portafogli degli investitori esteri in titoli USA. Prime fra loro, le Banche centrali dei paesi dell'Asia, come Cina e Giappone, che hanno continuamente acquistato titoli USA e comunque dollari, per evitare l'apprezzamento delle loro valute. Insomma, un dollaro debole – che, sia detto per inciso, nel breve periodo fa anche salire Wall Street perché rivaluta i profitti esteri (e svaluta i debiti in dollari) delle società americane – fa bene all'economia USA. Ma ci sono problemi se la debolezza del dollaro diventa qualcosa che è prevista, e quindi temuta, da quanti hanno portafogli in dollari. Perché vendere è il modo più semplice con cui quel rischio viene ridotto, e la storia è già ricca di episodi in cui la previsione di una discesa del dollaro ha provocato un crollo di Wall Street, che ha contagiato tutte le altre borse mondiali.

Oltre ai rischi che riguardano l'intero sistema finanziario mondiale, ce ne è uno specifico per quanto riguarda l'Euro, cioè noi europei. La nostra accresciuta dipendenza dalla finanza mondiale (che è il contrario di quanto si poteva pensare che sarebbe avvenuto grazie all'Euro) fa sì che il cambio dell'Euro possa finire come il classico “vaso di coccio” tra le due forze rispettivamente rappresentate dagli USA da un lato e da Cina e Giappone dall'altro. Ben si è visto dopo Dubai: quando alla riunione del G7, l'America ha predicato cambi in apprezzamento sul dollaro, solo l'Euro è salito! Con l'aggravante che quando il dollaro scende, qualcuno sui nostri giornali scrive che l'Euro è più forte!

In conclusione, alcune contraddizioni – concentrate nelle variabili finanziarie – continueranno ad accompagnarci nei prossimi tempi:

- 1) il dollaro deve scendere, ma non si può dirlo!
- 2) chi parla di Euro forte, in realtà è strabico.

Se tutto va bene, dovremmo riuscire a non essere direttamente coinvolti nelle possibili conseguenze dei forti squilibri della finanza (pubblica e privata) americana. Ma è chiaro che in un mondo globale anche noi potremmo trovarci a dover pagare per la fragilità USA. Lo scenario per noi migliore è quello in cui una previsione di dollaro che si indebolisce fa solo scendere un po' i nostri tassi a lunga, ed è quanto pure si è visto, in alcune circostanze. Ma non possiamo fidarci che vada tutto sempre così bene; e bisognerà quindi mantenere alta la vigilanza sui mercati finanziari, in giro per il mondo.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

L'economia statunitense, che ha cominciato a muoversi speditamente nel primo semestre, sta crescendo a un ritmo eccezionale (oltre il 7%) nel terzo trimestre dell'anno in corso. E' dall'inizio della ripresa degli anni di Reagan che l'economia americana non cresceva così rapidamente. La forbice rispetto all'economia europea – impantanata nelle sabbie mobili di una stagnazione persistente – si è quindi allargata. Mentre l'Europa non trova la forza e gli strumenti per avviare la ripresa, l'espansione americana è condizionata dall'emergere dei *twin deficits*, pubblico e di parte corrente. Sotto il profilo della ridottissima capacità di crescere, l'economia italiana appare pienamente integrata con quella europea. Si è quindi aperto un dibattito sulle ragioni dell'apparente “declino” dell'economia italiana. Molti puntano il dito contro la perdita di competitività delle merci nazionali. Ci soffermiamo anche su questo tema.

1.1 Il quadro internazionale

All'inizio dell'autunno, lo scenario macroeconomico internazionale si caratterizza per l'aprirsi di un divario di crescita tra gli Stati Uniti e l'area dell'euro. Negli USA la ripresa sta prendendo corpo (i dati più recenti sulla crescita nel terso trimestre 2003 sono addirittura eccezionali) – anche se si manifestano già da più parti dubbi sulla sua tenuta nel più lungo periodo – mentre l'andamento dell'attività produttiva di Eurolandia continua ad essere molto deludente: di fatto l'economia europea è in una fase di stagnazione persistente e non vi sono segnali rilevanti di inversione di tendenza. In questo quadro la *performance* macroeconomica dell'Italia è addirittura preoccupante: nel primo semestre del 2003 si sono registrati tassi negativi di crescita del PIL per due trimestri consecutivi, una circostanza che si accorda con la definizione tecnica di recessione.

Nella TAB. 1.1 presentiamo le variazioni percentuali congiunturali (non annualizzate) del PIL e le variazioni percentuali tendenziali dei prezzi al consumo per USA, Area Euro e Italia dalla fine del 2002 che illustrano l'evidenza empirica disponibile.

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

TAB. 1.1 – Variazioni percentuali congiunturali del PIL, tendenziali del livello dei prezzi al consumo in USA, Area Euro e Italia

	IV trim. 2002	I trim. 2003	II trim. 2003
<i>PIL:</i>			
USA	0,3	0,3	0,8
Eurolandia	0,1	0,0	-0,1
Italia	0,4	-0,1	-0,1
<i>Inflazione:</i>			
USA	2,3	2,9	2,2
Eurolandia	2,3	2,3	2,0
Italia	2,8	2,7	2,7

Il *decoupling* tra crescita USA e crescita europea è una “regolarità empirica” ormai consolidata della storia macroeconomica degli ultimi vent’anni. Secondo una recente stima del FMI, ad esempio, nel periodo 1995-2002, il contributo alla crescita mondiale apportato dagli Stati Uniti (ossia la variazione percentuale cumulata del PIL statunitense moltiplicata per la quota degli USA sul PIL mondiale) è stato pari al 60% della crescita cumulata dell’economia mondiale. Poiché il PIL degli USA rappresenta meno del 30% del PIL mondiale, è facile concludere che il tasso di crescita americano è stato più che doppio rispetto a quello mondiale.

Sulla sponda europea dell’Atlantico il *decoupling* è benvenuto e implicitamente o esplicitamente auspicato, nella convinzione diffusa tra analisti e *policy maker* che l’Europa non abbia la forza necessaria per uscire da sola dalle secche della stagnazione. Sulla sponda americana, la speranza (e l’attesa) europea nel traino della locomotiva statunitense è mal tollerata, nella convinzione che l’Europa non faccia abbastanza per creare le condizioni necessarie ad una ripresa auto-propulsiva. Negli USA si sono levate a più riprese voci critiche – ultimo in ordine cronologico il premio Nobel Robert Solow – nei confronti dei *policy maker* europei, incapaci di uscire dalle strettoie del Patto di Stabilità e Crescita – per quanto riguarda la politica fiscale – e riluttanti a intraprendere profonde riforme del sistema pensionistico e del mercato del lavoro, per quanto riguarda le cosiddette riforme “strutturali”.

Quale che sia il giudizio sulle critiche americane – che si potrebbero considerare ingenerose, tenuto conto del dibattito in corso in Eurolandia sul Patto di Stabilità e Crescita e delle riforme del sistema previdenziale in Francia e Germania e del mercato del lavoro in Germania e in Italia – la condizione

congiunturale in Europa è così depressa che puntare sulla ripresa statunitense e sul suo allargamento a macchia d'olio all'economia mondiale è diventata quasi una speranza di ultima istanza.

Le cose non vanno certo meglio, ormai da alcuni anni, in Giappone mentre nel resto dell'economia mondiale – in particolare in alcuni paesi emergenti – si sperimentano tassi di crescita notevoli. Il caso citatissimo è quello cinese (nel terzo trimestre 2003 il PIL cinese è aumentato di oltre il 9%). Ma è irrealistico attendersi il traino della ripresa mondiale da parte del colosso cinese, il cui peso sul PIL mondiale, nonostante la crescita accelerata dell'ultimo decennio, è tuttora molto modesto.

1.1.1 USA: la ripresa c'è ed è forte ma quanto durerà?

Il tasso di crescita trimestrale annualizzato del PIL statunitense è aumentato notevolmente nel secondo trimestre (3,1%) rispetto al primo (1,4%) ed ha raggiunto il 7% nel terzo trimestre, il miglior risultato dal 1984. Nel secondo trimestre hanno contribuito a trainare la crescita i consumi privati e pubblici e gli investimenti fissi lordi mentre un contributo negativo è venuto dalla domanda estera netta e dalla variazione delle scorte. Questa tendenza si è rafforzata nel terzo trimestre. La ripresa USA quindi si è materializzata anche se permangono dubbi sulla sua tenuta nel più lungo periodo.

L'aumento consistente dei consumi totali nel secondo e nel terzo trimestre può essere in larga misura ricondotto alla politica di bilancio della Amministrazione. Nel secondo trimestre i consumi collettivi sono cresciuti dell'8,2% per effetto del perdurante sforzo militare in Iraq mentre l'aumento dei consumi delle famiglie (+3,8%) è probabilmente uno dei primi frutti del pacchetto fiscale di Bush (*Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act*) che modifica la curva delle aliquote federali sui redditi delle persone fisiche – riforma pienamente applicabile dall'inizio di luglio – e prevede rimborsi per le maggiori detrazioni per i figli a carico, entrate in vigore retroattivamente anche per i redditi percepiti nella prima metà del 2003. Gli effetti espansivi sul reddito disponibile della riforma di Bush dovrebbero dispiegarsi pienamente nella seconda metà dell'anno. Nel terzo trimestre, ad esempio, la crescita trimestrale annualizzata dei consumi è stata superiore al 6%.



La schiarita sul fronte della domanda finale e soprattutto il miglioramento della condizione reddituale delle imprese, evidenziata ad esempio dall'aumento in corso della redditività del capitale di rischio, spiegano la ripresa degli investimenti, sia residenziali che non residenziali (4,5% e 8% rispettivamente, sempre nel secondo trimestre).

La diminuzione dell'export (-1,2%) e soprattutto la crescita rilevante dell'import (7,9%) infine, sono segnali della vivacità della domanda interna e quindi in un certo senso confermano i segnali di ripresa, anche se rendono negativo il contributo alla crescita del PIL della domanda estera netta.

Nella seconda parte dell'anno i consumi collettivi e gli investimenti dovrebbero rallentare e il contributo negativo della domanda estera attenuarsi. Rimane quindi un dubbio fondato sulla persistenza della ripresa ai ritmi attuali sul finire del 2003 e durante il 2004, quando lo stimolo fiscale potrebbe attenuarsi. Si ricordi che il rapporto tra saldo del bilancio pubblico e PIL è passato dal +2% del 2000, al culmine dell'espansione clintoniana, al -4% del 2003, con un'inversione di segno repentina e di dimensioni rilevanti: gli spazi per ulteriori spinte dalla manovra del bilancio dello Stato si ridurranno inevitabilmente nel medio periodo a fronte dei crescenti squilibri di finanza pubblica.

Quanto alla politica monetaria, la Fed ha reso pubblica l'intenzione di mantenere invariati i tassi di intervento per un periodo "considerevole", lasciando ovviamente agli operatori l'arduo se non impossibile compito di stabilire quanto lungo è un periodo di tempo considerevole. L'impressione generale che si ricava da pubblicazioni ufficiali e prese di posizione di membri autorevoli del FOMC è che la banca centrale ritenga infondati, almeno per il momento, i timori di una recrudescenza inflazionistica legata alla ripresa e quindi non abbia intenzione di adottare una politica aggressiva di tassi elevati per anticiparla e stroncarla.

Sul fronte dei prezzi, infatti, le pressioni congiunturali dominanti sono verso il basso (in effetti fino a pochi mesi fa prevaleva il timore di una sindrome deflazionistica di tipo giapponese anche per l'economia americana). Il tasso di inflazione al consumo, dopo aver subito un'impennata al 2,9% nel primo trimestre, è ridisceso al 2,2% nel secondo, in linea con quello registrato sul finire del 2002. Soltanto sul fronte dei prezzi delle materie prime energetiche si assiste a non trascurabili rincari, con effetti limitati, tuttavia, sull'indice generale dei prezzi al consumo.

Non si segnalano invece sintomi di *tightness* del mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione resta elevato – rispetto ovviamente agli standard della lunga espansione di Clinton – e si aggira attorno al 6%. L'*output gap*, ossia il divario tra output effettivo e output potenziale, pur essendo in fase di riduzione, resta ampio. Ben Bernanke, un economista accademico prestato alla banca centrale e attualmente nel *Board* della Fed, ha definito la ripresa attuale *job-loss*, più che *job-less*, per sottolineare il fatto che essa è caratterizzata dalla espulsione di manodopera in settori in fase di profonda ristrutturazione più che dalla mancata creazione di nuovi posti di lavoro per effetto dell'aumento di produttività. Nella ripresa *job-less* del 1991-92, all'inizio della lunga espansione degli anni 90, l'occupazione alle dipendenze rimase praticamente costante; nel corso della ripresa *job-loss* attuale i lavoratori dipendenti sono diminuiti dell'1%. In queste condizioni, uno scenario di ulteriore allentamento è marginalmente più probabile di uno scenario opposto di restrizione monetaria. Naturalmente gli spazi per un ulteriore allentamento sono limitati dal momento che il tasso di intervento della Fed è stato fissato, con la manovra di fine giugno, all'1%.

La ripresa ha attivato spontaneamente un freno – una sorta di stabilizzatore automatico – costituito dal contributo negativo della domanda estera netta alla crescita della domanda aggregata su cui abbiamo richiamato precedentemente l'attenzione. Si è allargato così il divario tra entrate e uscite di parte corrente: il deficit delle partite correnti si commisura attualmente al 5% circa del PIL, dopo aver subito un peggioramento continuo nel corso degli anni '90. Si configura nuovamente quindi uno scenario macroeconomico caratterizzato dalla coesistenza dei “deficit gemelli” pubblico e estero. Uno scenario simile aveva contraddistinto soprattutto l'espansione di Reagan (1983-1990) mentre nel corso dell'espansione di Clinton (1992-2000), a fronte di un peggioramento del deficit di parte corrente della bilancia dei pagamenti si era verificato ad uno spettacolare miglioramento del saldo del bilancio dello Stato culminato nel consistente surplus del 2000.

A questo punto è lecito chiedersi come si “aggiusterà” il deficit di parte corrente statunitense. Possiamo individuare sostanzialmente tre rimedi:

- un'espansione nel resto del mondo più consistente di quella americana;
- uno spostamento della domanda: più domanda estera, meno domanda interna;
- una riduzione della domanda interna statunitense.



A meno che il resto del mondo si metta a correre e spenda massicciamente in merci americane – un evento a cui ci sentiremmo tranquillamente di associare una probabilità nulla – il primo tipo di rimedio è da scartare. Un aggiustamento delle partite correnti richiederebbe quindi una combinazione di politiche *expenditure-switching* e *expenditure-reducing*.

Il cambiamento del mix della domanda aggregata in favore della domanda estera richiede un consistente deprezzamento del dollaro, che comporterebbe nel medio periodo – ossia una volta esauritosi il cosiddetto effetto J – un aumento dell'export e una diminuzione dell'import in termini reali. Il deprezzamento in corso del dollaro contribuisce quindi tendenzialmente a fronteggiare il deficit ma il ritmo del deprezzamento – circa il 10% in termini di cambio effettivo, ossia rispetto a tutti i *partners* commerciali; circa il 20% rispetto al solo euro, a partire dal picco di inizio 2002 – è troppo lento a fronte della consistenza e della persistenza del deficit. Nella seconda metà della ripresa di Reagan, ossia in buona sostanza dopo gli accordi del Plaza del 1985, il dollaro si deprezzò di circa il 60% sia rispetto al marco che rispetto allo yen.

Per quanto riguarda la contrazione della domanda interna americana, si tratta di una circostanza che nessuno sembra auspicare, a cominciare dai *policy maker* statunitensi. Il rimedio, in un certo senso, sarebbe peggiore del male, sia per gli USA che per l'economia mondiale.

In queste condizioni è lecito attendersi una persistenza dei *twin deficits* nel medio lungo periodo, circostanza che costituisce un'autentica spada di Damocle per l'espansione internazionale.

1.1.2 Eurolandia: alla ricerca di una via d'uscita dalla stagnazione

Il PIL dell'Area Euro, rimasto fermo nel corso del primo trimestre, è calato dello 0,1% nel corso del secondo. Non ci sono quindi segni di uscita dal tunnel della stagnazione europea. Tra le diverse componenti della domanda, solo i consumi collettivi, ossia la spesa pubblica, ha registrato un incremento non trascurabile (0,7%) mentre i consumi privati sono aumentati di un modestissimo 0,1%. In ritirata gli investimenti (-0,4%). Negativo il contributo della domanda estera netta: le esportazioni infatti sono diminuite dello 0,5% mentre l'import è rimasto invariato. Si tratta di uno scenario sconsolante che ripropone purtroppo le caratteristiche salienti della congiuntura dello scorso anno.

Nonostante la fiacchezza della domanda e dell'attività produttiva, il tasso di inflazione medio dell'area mostra una straordinaria resistenza a piegarsi verso il basso. Nel secondo trimestre si è attestato al 2% contro il 2,3% del primo trimestre. La resistenza dell'inflazione alla flessione verso il basso si può attribuire alla tendenza all'aumento dei prezzi delle materie prime energetiche: il prezzo del petrolio si è stabilizzato attorno ai 30 dollari per barile. Come abbiamo visto tale fenomeno è anche alla base della "tenuta" dell'inflazione negli USA.

Bisognerà aspettare ancora molto tempo prima che si manifesti un avvio non trascurabile di espansione dell'attività produttiva: ormai anche gli analisti e i previsori – generalmente i più riluttanti, salvo qualche rimarchevole eccezione, a farsi sopraffare dal pessimismo – hanno spostato l'inizio della ripresa ben dentro il 2004. E se una ripresa ci sarà, quasi certamente l'Europa dovrà ringraziare gli USA e il loro ritrovato ruolo di traino dell'espansione internazionale.

La difficile situazione occupazionale (il tasso di disoccupazione staziona poco sotto il 9%), la modesta dinamica delle retribuzioni, la persistenza dell'inflazione su livelli non trascurabili concorrono a ridurre la dinamica del reddito disponibile. D'altro canto le manovre di riduzione della pressione tributaria proposte in diversi contesti nazionali fanno fatica a uscire dalla condizione di semplici annunci, anche per i vincoli posti dal Patto di Stabilità e Crescita. In queste condizioni è difficile immaginare una ripresa in grande stile dei consumi delle famiglie. In un certo senso, ha già del sorprendente la tenuta (o il mancato arretramento) dei consumi nel corso dell'ultimo anno e mezzo.

Dato lo scenario poco dinamico della domanda finale è del tutto comprensibile la riluttanza delle imprese ad accumulare capitale fisso. Gli investimenti, infatti, hanno registrato flessioni sia nel primo che nel secondo trimestre del 2003. Ci avviamo a una replica nell'anno in corso della contrazione degli investimenti registrata nel 2002? Si sarebbe tentati di rispondere affermativamente ma gli indicatori del grado di fiducia delle imprese volgono al bello un po' dappertutto nell'Area Euro ed inducono a attenuare il pessimismo.

Il contributo alla crescita della domanda estera netta è stato negativo, come si è detto. A questo esito ha contribuito il significativo deprezzamento del dollaro rispetto all'euro, che è ragionevole attendersi anche per il prossimo futuro. Tuttavia, se la ripresa statunitense dovesse consolidarsi in un'espansione

consistente e duratura, l'Europa potrebbe contare su una significativa inversione di tendenza e puntare su una crescita trainata dall'export netto.

Sotto il profilo della politica della domanda aggregata, non è ragionevole attendersi una intonazione decisamente espansiva né sul versante della politica fiscale né su quello della politica monetaria. Il Patto di Stabilità e Crescita ha già subito un allentamento di fatto per effetto dei reiterati intendimenti di ristabilimento della sovranità fiscale da parte del governo francese e in minor misura di quello tedesco. Tuttavia, esso continua a costituire un elemento di freno di una espansione fiscale "eccessiva". Per quanto riguarda la politica monetaria, la BCE ha ribadito di non avere intenzione di intervenire nuovamente sui tassi di interesse in direzione di un accomodamento monetario. E' difficile distinguere, nella ricerca delle motivazioni effettive di questo atteggiamento, quanto abbia contato la preoccupazione per una inflazione ancora troppo elevata e "rigida" verso il basso e quanto abbia pesato invece un atteggiamento di protezione della indipendenza della sfera monetaria da una politica fiscale che si rivela – almeno limitatamente alle violazioni più o meno tollerate al Patto di Stabilità – relativamente lassista.

1.2 La competitività del sistema economico italiano

La questione della competitività del sistema economico italiano è simile ad un fiume carsico. Per gran parte degli anni '70 e '80 il problema della competitività ha mantenuto una posizione di assoluto rilievo all'interno della *policy-agenda* dei responsabili della politica economica nazionale. Con lo scoppio della crisi sistemica dello SME all'inizio degli anni '90 la questione del vincolo estero dell'economia italiana sembrava (quasi) definitivamente tramontata, al punto che alcuni autori avevano parlato di una "metamorfosi" tale da trasformare le relazioni con l'estero da vincolo in opportunità¹. La grande svalutazione senza inflazione aveva infatti creato le condizioni necessarie per un forte incremento delle esportazioni, in grado di generare ampi avanzi di bilancia commerciale tali da comportare un rapido rimborso del debito estero accumulato e di sostenere la domanda aggregata. Con la fine degli anni '90 e l'inizio delle operazioni dell'UME, il problema della competitività è invece tornato prepotentemente alla

¹ Rossi, *Metamorfosi di un vincolo estero*, ICE, Quaderni di Ricerca, no. 7, 1998.

ribalta. Le *performance* esportatrici sono ritornate ad essere modeste e si sono accompagnate ad una continua perdita delle quote dei mercati mondiali detenute dal *made in Italy* e a un deciso ridimensionamento dell'avanzo commerciale.

A partire dal 1995 il contributo della domanda estera netta alla formazione del PIL è stato negativo per quasi 3 punti percentuali. In presenza di una decisa fase di crescita sostenuta dalla domanda interna, la scarsa dinamica della domanda estera sarebbe probabilmente passata quasi inosservata. Dopo tutto la costituzione dell'UME ha reso decisamente più semplice il problema del finanziamento degli eventuali disavanzi correnti con il resto del mondo e soprattutto ha definitivamente eliminato la possibilità di crisi valutarie che per lungo tempo – durante gli anni di partecipazione italiana allo SME – avevano provocato costi e crisi non indifferenti. In verità la bassa crescita dei consumi pubblici e privati ha reso ancora più evidente il marcato rallentamento conosciuto dalle esportazioni nette, riportando all'attenzione degli osservatori la problematica questione della competitività del *made in Italy*.

TAB. 1.2 – Contributo alla crescita del PIL (percentuali)

Periodo	Crescita PIL	Domanda interna	Esportazioni nette
1998	1,7	3,0	-1,2
1999	1,7	3,1	-1,4
2000	3,3	2,4	0,9
2001	1,7	1,7	0,1
2002	1,1	1,1	-0,7
2003 I Trim	-0,1	0,2	-0,4
2003 II Trim	-0,1	0,6	-0,7

Fonte: ICE, *Scambi con l'estero* n. 2/2003.

1.2.1 *Export performance* e quote dei mercati mondiali

Gli ultimi dati ISTAT relativi al commercio estero del nostro paese mostrano che è in atto una decisa riduzione dell'avanzo commerciale. Nel periodo gennaio-agosto l'interscambio commerciale è risultato deficitario per 226 milioni di euro, un sensibile peggioramento rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente (surplus di 6,47 miliardi di euro). Secondo le prime stime, l'anno in corso potrebbe chiudersi – qualora il tasso di cambio nei confronti del dollaro rimanesse stabile e la domanda interna dovesse continuare a rimanere fiacca - con un surplus commerciale pari allo 0,9% del PIL, un dato decisamente peggiore rispetto a quello dell'anno precedente (+1,4%), che comporterebbe per

l'ennesima volta nel corso degli ultimi anni un contributo negativo delle esportazioni nette alla formazione del PIL (TAB. 1.2).

Dietro il recente ridimensionamento del surplus commerciale italiano vi è la *performance* particolarmente deludente registrata dalle esportazioni. Stando alle ultime statistiche pubblicate dal WTO, l'Italia rimane all'ottavo posto come esportatore mondiale e in sesta posizione per quanto concerne il valore delle esportazioni di beni manufatti. Tuttavia con un tasso di crescita dell'export sistematicamente inferiore – negli ultimi 5 anni – alla dinamica degli scambi commerciali internazionali, la quota di mercato mondiale ad appannaggio della produzione italiana è visibilmente diminuita, passando dal 4,5% nel 1995 al 3,9% nel 2002 (3,6% se valutata rispetto ai volumi scambiati) (TAB. 1.3).

TAB. 1.3 – Commercio mondiale ed esportazioni italiane
(variazioni percentuali; periodo 1997-2002)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Commercio mondiale:								
quantità	9,4	6,4	10,8	4,6	5,9	12,9	-0,5	3,1
valori medi unitari	9,0	-1,6	-6,6	-5,6	-1,7	0,2	-3,3	0,6
Esportazioni italiane:								
quantità	16,0	1,2	4,7	3,2	0,7	11,6	0,6	-1,0
valori medi unitari	6,7	0,8	0,5	1,0	-0,3	5,5	4,3	-1,9
Quote in valore di mercato mondiale detenute da export italiano*	4,5	4,6	4,2	4,3	4,1	3,8	4,0	3,9

Fonte: ICE, *Rapporto ICE 2002-2003*, pp. 31 e 32; **Note:** * valore percentuale.

Va sottolineato che questa tendenza è comune ad altri paesi avanzati. La quota delle esportazioni mondiali detenuta dalle economie avanzate sta costantemente diminuendo – è passata dall'80% nel 1993 al 72% del 2002 – mentre quella dei PVS e dei paesi in transizione sta contemporaneamente aumentando. Tuttavia occorre ricordare che negli ultimi due anni l'Unione Europea ha goduto – oltre che di un miglioramento della bilancia commerciale – di un incremento delle quote di mercato internazionale, ora pari al 19% delle esportazioni mondiali (al netto degli scambi intra-comunitari). Un risultato che in prima battuta confermerebbe le preoccupazioni sulla capacità ad esportare del nostro sistema economico².

² In effetti il miglioramento della bilancia commerciale UE risente anche della scarsa dinamica della domanda interna e del miglioramento delle ragioni di scambio dovuto all'apprezzamento nominale dell'euro.

1.2.2 Composizione merceologica dell'export e modello di specializzazione

Un primo criterio che può essere utilizzato per analizzare l'andamento delle quote di mercato prende in considerazione la composizione merceologica dell'export (TAB. 1.4), da cui risulta come il modello di specializzazione italiano soffra sempre di più di due limiti: tende ad essere al tempo stesso “cristallizzato” e “vulnerabile dall'alto e dal basso”.

TAB. 1.4 – Commercio estero dell'Italia per settori (anno 2002)

Settori	Peso % su export totale	Variaz. % (2002/2001)	Quote di mercato mondiale
Prodotti agricoli, allevamento e pesca	1,5	-3,6	2,5
Prodotti industria estrattiva	0,3	23,2	0,2
Prodotti industria manifatturiera:	97,3	-2,7	4,4
di cui: <i>alimentari</i>	5,6	5,7	4,4
<i>tessile abbigliamento</i>	10,3	-4,7	7,3
<i>calzature e cuoi</i>	5,0	-8,7	15,1
<i>legno e sughero</i>	0,5	-4,4	2,3
<i>carta e editoria</i>	2,3	-0,4	3,7
<i>prodotti petroliferi raffinati</i>	1,7	-12,9	2,8
<i>prodotti chimici e farmaceutici</i>	10,1	3,8	3,8
<i>prodotti in gomma e plastica</i>	3,6	0,0	6,2
<i>vetro, ceramica e mat. non metal. per edilizia</i>	3,4	-2,9	11,8
<i>metalli e prodotti in metallo</i>	8,0	-3,0	4,8
<i>macchine e apparecchi meccanici</i>	19,8	-2,8	9,7
<i>prodotti ICT</i>	9,3	-10,8	1,7
<i>mezzi di Trasporto</i>	11,4	2,2	3,3
<i>altri manufatti (tra cui mobili)</i>	6,3	-4,6	8,3
Altri prodotti	0,9	-16,1	-

Fonte: ICE, *Rapporto ICE 2002-2003*, pp. 40 e 41.

La cristallizzazione è dovuta all'esistenza di un modello di specializzazione incentrato da lungo tempo sulla produzione ed esportazione di beni di consumo (tessile abbigliamento, calzature, ceramica, prodotti in pelle) e di macchine utensili. Le quote di mercato mondiale detenute dal *made in Italy* rimangono persistentemente elevate solo in pochi settori come quello dei mobili, dei prodotti in cuoio e della lavorazione dei minerali non metalliferi; mostrano invece una preoccupante diminuzione in quelli che una volta venivano considerati i settori con i più consistenti vantaggi comparati – come abbigliamento e calzature. Inoltre la disaggregazione settoriale mette in evidenza come la perdita di quote di mercato sia particolarmente elevata nei settori *science-based* (come ICT e

biotecnologie) – che negli ultimi anni sono stati caratterizzati dai maggiori tassi di crescita dei flussi commerciali internazionali – in cui la capacità di offerta dei produttori nazionali continua ad essere limitata.

La vulnerabilità di questo modello di specializzazione cristallizzato risulta elevata in quanto minacciata da una crescente concorrenza sia sui segmenti di mercato alti che su quelli più bassi. Il modello di specializzazione italiano è vulnerabile dall'alto poiché soffre sempre di più della concorrenza portata avanti da economie come quella statunitense, capaci di offrire a condizioni competitive beni caratterizzati da economie di scala e da un elevato contenuto di innovazione e di spese in R&D. Al tempo stesso il modello italiano è vulnerabile dal basso per via della sempre maggior concorrenza delle economie del Far East, fortemente specializzate nella produzione di beni di consumo. Una recente indagine ISTAT ha cercato di quantificare l'impatto della crescente concorrenza dei paesi dell'Estremo Oriente – e in particolare della Cina – sul commercio estero italiano. Concentrando l'attenzione su un aggregato di prodotti del manifatturiero leggero (come abbigliamento, pelletteria, occhiali, arredamento, prodotti in metallo) e della meccanica strumentale in cui la produzione italiana godeva di chiari vantaggi comparati rivelati³ si evidenzia – nella seconda metà degli anni '90 – un deciso deterioramento delle quote dei mercati internazionali detenute dal *made in Italy* contestuale ad un netto incremento delle quote detenute in questi stessi settori da molti paesi asiatici. Mentre la quota italiana cala dal 15,3% all'11,9% nel 2000, quella dei paesi asiatici cresce dal 12,9% al 17,3% con un fortissimo aumento di quella cinese, in grado di sottrarre quote di mercato persino ad altri paesi asiatici, come la Corea del Sud.

1.2.3 Destinazione geografica dell'export

Un secondo possibile punto di vista si concentra invece sulla distribuzione geografica delle esportazioni. La procedura standard che viene seguita dagli economisti per cogliere l'influenza di questo elemento sui flussi di export si fonda sulla considerazione di due elementi: a) il peso che ciascuna area di sbocco ha sull'export complessivo di un paese, misurato come rapporto tra le esportazioni verso quell'area e l'export totale, in un certo periodo t ; b) il tasso di crescita delle

³ L'incidenza dell'export di questi prodotti sul totale delle esportazioni italiane era pari al 41% nel 1996 e consentiva di detenere il 15,3% dei mercati mondiali (relativamente ai settori considerati), un valore doppio rispetto a quello medio calcolato per l'intero flusso di export.

importazioni di quella particolare area di sbocco, nel lasso di tempo successivo al periodo t. In questo modo diventa possibile calcolare il contributo fornito dalla crescita sperimentata da ciascuna area di sbocco alla dinamica realizzata dalle esportazioni di un paese come l'Italia.

TAB. 1.5 – Esportazioni italiane per aree (anno 2002; dati in valore)

	Peso % su export totale	Variatz. % 2002/2001	Quote di mercato ⁽²⁾
Unione Europea	53,2	-4,7	5,7 ⁽³⁾
<i>Francia</i>	12,2	-4,2	8,8
<i>Germania</i>	13,7	-9,5	6,4
<i>Regno Unito</i>	6,9	-0,9	4,6
<i>Spagna</i>	6,3	-0,8	8,6
Europa centrale-orientale	10,0	4,6	8,7
<i>Russia</i>	1,4	7,4	6,4
Altri Paesi europei	6,1	-0,9	8,3
<i>Svizzera</i>	3,5	-4,9	9,7
Africa settentrionale	2,5	-3,3	11,8
Altri paesi africani	1,2	0,4	3,8
America settentrionale	10,7	-1,8	2,0
<i>Stati Uniti</i>	9,7	-1,5	2,2
America centrale e meridionale	3,3	-14,0	2,6
<i>Mercosur</i>	0,9	-34,6	5,7
Medio Oriente	3,8	2,9	2,2
Asia centrale e meridionale	0,7	-3,7	1,3
Asia orientale	7,1	-0,4	1,3
<i>Cina</i>	1,5	22,7	1,4
<i>Giappone</i>	1,7	-4,5	1,4
<i>EDA ⁽¹⁾</i>	3,5	-5,7	-
Oceania	1,0	13,6	2,8
Mondo	100	-2,8	3,9

Fonte ICE, *Rapporto ICE 2002-2003*, pp. 37 e 38;

Note: ⁽¹⁾ Economie Dinamiche Asiatiche: Corea del Sud, Hong Kong, Malaysia, Taiwan e Thailandia; ⁽²⁾ Le quote sono calcolate sulle esportazioni; per l'Unione Europea e per i paesi membri sono invece calcolate sulle importazioni; ⁽³⁾ Esclusa l'Italia.

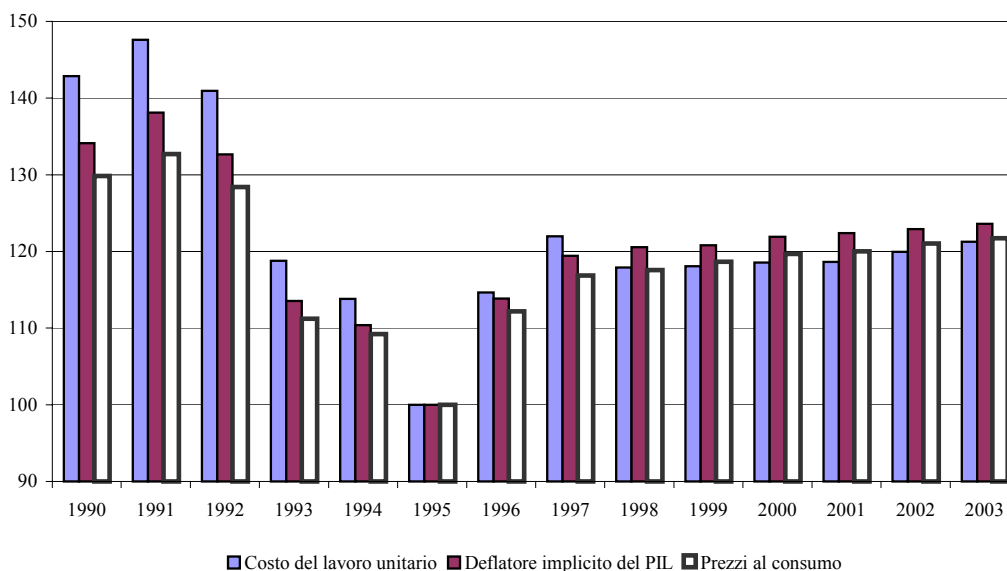
Anche in questo caso emergono indicazioni non particolarmente incoraggianti, in quanto il sistema economico italiano tende – negli ultimi anni – ad esportare soprattutto verso quelle regioni caratterizzate da un ridotto tasso di crescita. La principale area di destinazione delle nostre esportazioni (TAB. 1.5) continua a rimanere l'Unione Europea, con una quota superiore al 50%, seguita dai paesi dell'America Settentrionale – in cui ovviamente spiccano gli USA, con un peso pari al 9,7% – e dalle nazioni dell'Europa Centro orientale (10%). I paesi dell'Asia Orientale – tra cui figurano le tigri asiatiche e soprattutto la Cina –

rappresentano invece un mercato di poco superiore al 7% di quanto complessivamente esportato dal nostro sistema economico. Di conseguenza, anche in presenza di una forte crescita espressa dalle economie di queste ultime due aree l’impatto sulle *export performances* italiane aggregate sarà ancora per lungo tempo limitato.

1.2.4 Andamento degli indicatori di cambio reale

Il combinato disposto di un *export* di prodotti ormai maturi venduti all’interno di mercati scarsamente dinamici ha avuto una chiara influenza negativa sull’*export performance* italiana. Secondo l’ultimo Rapporto ICE “l’inefficienza dinamica” del modello di specializzazione italiano – riconducibile alla produzione ed esportazione di beni che fronteggiano una domanda che cresce meno della media mondiale – sarebbe responsabile per più del 60% della perdita di quote di mercato registrata negli ultimi anni. La rimanente terza parte delle quote di mercato perdute sarebbe dovuta all’”effetto competitività” (in senso stretto) su cui ha giocato un ruolo non trascurabile il deterioramento degli indicatori di cambio reale.

FIG. 1.1 – Indicatore di cambio reale effettivo
(nei confronti della UE 15; 1995=100)

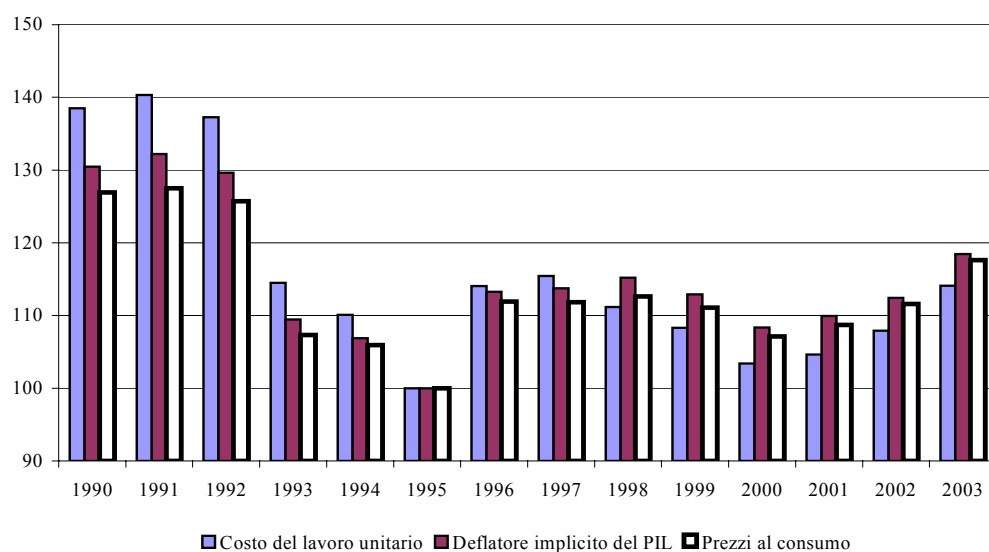


Fonte: Commissione Europea, *Price and Cost Competitiveness*, 2003.

Note: Un aumento dell’indice segnala una perdita di competitività.

E' immediato notare che – indipendentemente dal deflatore utilizzato (un indice di costo o di prezzo) per la costruzione dell'indice di cambio reale – la competitività del sistema economico italiano è in netto peggioramento a partire dal 1996, nei confronti di tutti i principali partner commerciali (FIGG. 1.1 e 1.2)⁴.

FIG. 1.2 – Indicatore di cambio reale effettivo
(nei confronti di 24 Paesi Industrializzati⁵; 1995=100)



Fonte: Commissione Europea, *Price and Cost Competitiveness*, 2003;

Note: Un aumento dell'indice segnala una perdita di competitività.

Dopo i consistenti guadagni (sia in termini di costi che di prezzi) realizzati tra il 1992 il 1995 – a seguito della notevole flessione conosciuta dal tasso di cambio nominale dopo la crisi sistemica dello SME e la mini tempesta valutaria agli inizi del 1995 – tutti gli indicatori di cambio reale effettivo peggiorano in conseguenza dell'apprezzamento del tasso di cambio nominale della Lira prima dell'entrata nell'UME e della persistenza di un differenziale positivo (di costi/prezzi) rispetto agli altri paesi.

⁴ Osservando la FIG. 1.2 si nota come tra il 1999 e il 2001 il processo di deterioramento conosca un'inversione di tendenza, evidentemente dovuta alla debolezza dell'Euro nei confronti del Dollaro.

⁵ I 24 paesi industrializzati sono composti dai 15 paesi membri dell'UE e da Australia, Canada, Giappone, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Svizzera, Turchia, USA.

1.2.5 Delocalizzazione e Investimenti Diretti all'Estero

In un sistema economico mondiale sempre più globalizzato la produzione all'estero – realizzata mediante attività di Investimenti Diretti Esteri (IDE) – costituisce una delle modalità più importanti della strategia di internazionalizzazione delle imprese. A livello mondiale negli ultimi decenni – con la sola eccezione del biennio 2001-02 – gli IDE hanno fatto registrare dei tassi di crescita di gran lunga superiori all'espansione dei flussi commerciali internazionali. Il caso italiano si pone in netta controtendenza: il tasso di crescita degli IDE italiani è risultato sistematicamente inferiore alla già scarsa dinamica dell'*export*. Inoltre, gli IDE in uscita dall'Italia sono di poco superiori all'1% del PIL, un valore di gran lunga inferiore a quello registrato dai principali partner commerciali come Germania, Francia e Spagna (TAB. 1.6).

TAB. 1.6 – Investimenti Diretti Esteri (% del PIL; anno 2000)

Anni	Italia	USA	Germania	Francia	Spagna	UE 15
In entrata	1,1	2,8	9,4	3,4	6,6	7,1
In uscita	1,2	1,4	2,6	13,3	9,6	8,9
Saldo	-0,1	1,4	6,8	-9,9	-3,0	-1,8

Fonte: Centro Studi Confindustria.

Analogamente è decisamente ridotta anche la capacità attrattiva di Investimenti Diretti realizzati nel nostro paese da parte di operatori esteri. Il valore degli IDE in entrata incide sul PIL per l'1,2%. Un livello che mostra il ridotto apporto alla crescita dell'efficienza fornito dalla mobilità internazionale delle tecnologia e che può essere giudicato negativamente anche per lo scarso stimolo competitivo all'attività domestica fornito da una maggior presenza di produzioni di proprietà estera sul territorio nazionale. Ma che soprattutto pesa negativamente una volta considerato che – come mostrato da numerose verifiche empiriche – sussiste una stretta complementarietà tra IDE in entrata ed esportazioni. I paesi che negli ultimi anni sono riusciti a realizzare i maggiori incrementi delle quote di mercato mondiale in loro possesso sono infatti quelli che hanno ricevuto i maggiori flussi di capitali esteri sotto forma di IDE in entrata – come la Cina e, all'interno dell'area UME, l'Irlanda.

1.2.6 La questione cinese

Si è già detto della crescente concorrenza da parte dei prodotti cinesi. Anche durante il biennio 2001-02 – quando il commercio internazionale ha sostanzialmente ristagnato, avendo fatto registrare tassi di crescita pari al -0,5% e +3,1% – le esportazioni cinesi sono rapidamente cresciute arrivando a detenere una quota del mercato mondiale che nel 2002 era pari al 4,7% (1,4% nel 1985), ottenuta anche grazie ad una rapida evoluzione del modello di specializzazione⁶. Questa “nuova divisione internazionale del lavoro” non ha però mancato di provocare reazioni e dissensi. All’interno degli USA si è affermato che il crescente disavanzo commerciale registrato nei confronti della Cina provochi ingenti perdite di posti di lavoro nel manifatturiero e sia favorito dal mantenimento di un cambio fisso (tra renminbi e dollaro) irrealistico. Ragion per cui sarebbe logicamente inevitabile – per ripristinare una condizione di equilibrio interno ed esterno negli USA, evitando l’insorgere di consistenti squilibri di parte corrente – rivalutare il tasso di cambio della moneta cinese. Una misura che al momento non sembra realizzabile in tempi brevi vista l’enorme fragilità che caratterizza il sistema bancario di quel paese. D’altro canto in Europa, e in modo particolare in Italia, si è più volte parlato di concorrenza sleale arrivando ad invocare misure *ad hoc* volte a ostacolare le importazioni di prodotti cinesi. Rispetto a quest’ultima proposta sembra utile rammentare due punti:

- negli ultimi anni il deficit commerciale italiano nei confronti della Cina è risultato sostanzialmente stabile (era pari a 4.650 miliardi di euro nel 2000, 4.200 nel 2001 e 4.300 nell’anno scorso). Un lieve – ma non particolarmente grave – peggioramento si è registrato nei primi 7 mesi dell’anno, con un deficit commerciale passato da 2.250 miliardi a 3.000 miliardi di euro. Tuttavia non va dimenticato, che negli ultimi tre anni, le esportazioni di beni italiani in Cina sono aumentate quasi del 70%⁷, a conferma del fatto che anche l’economia cinese – al pari di altre economie emergenti – sta diventando un mercato di sbocco relativamente sempre più importante per le produzioni realizzate nei paesi più avanzati;

⁶ Alle produzioni tradizionali (tessile-abbigliamento, mobili e prodotti per la casa) l’economia cinese è stata in grado di affiancare anche esportazioni di beni più innovativi (come quelle della filiera dell’elettronica e dell’ICT) che sono arrivati ad incidere per il 20% sul valore aggregato dell’export cinese.

⁷ La *performance* dell’export italiano verso il mercato cinese è stata favorita soprattutto dalla crescita delle esportazioni del comparto metalmeccanico.



- l'introduzione di misure protezionistiche è possibile ma solo seguendo una precisa procedura, in cui gli organismi comunitari giocano un ruolo centrale⁸. A partire dal 2001 - anno di entrata della Cina nel WTO – è infatti previsto che per i successivi 12 anni i paesi membri dell'Organizzazione del Commercio Mondiale possano adottare misure di salvaguardia provvisorie al fine di difendere alcuni specifici settori a fronte dell'improvvisa concorrenza esercitata dalla produzione cinese. In ottemperanza a tale disposizione, nello scorso mese di gennaio l'Unione Europea ha approvato il TPSSM (*Transitional Product-Specific Safeguard Measure*) che mette le imprese comunitarie nella condizione di richiedere (ed eventualmente ottenere) misure protezionistiche di salvaguardia (sotto forma di quote e dazi). Affinché vengano attivate tali misure è necessario dimostrare che un'industria (nazionale o comunitaria) soffra di un deterioramento dei cosiddetti indicatori di danno causato dall'aumento delle importazioni dalla Cina⁹; in secondo luogo è necessario che esista un interesse comunitario. Considerando che negli ultimi anni il saldo commerciale italiano nei confronti della Cina è rimasto sostanzialmente immutato e tenendo conto delle condizioni contenute nel TPSSM l'introduzione di dazi e/o quote nei confronti delle esportazioni cinesi sembra una decisione ancora lontana nel tempo e sicuramente fuori dalle (uniche) competenze del Governo italiano.

⁸ Ovviamente non potrebbe essere diversamente dal momento che la politica commerciale dei paesi aderenti alla UE è comune ormai da diversi anni!

⁹ Si distingue tra misure di salvaguardia e misure anti-diversione. Le prime scattano quando il mercato UE si trova in crisi per via di un forte incremento dell'import cinese. Le seconde sono invece attivate quando il mercato UE è a rischio a seguito della diversione commerciale provocata da misure di difesa commerciale adottate dalla Cina.

2. LA FINANZA PUBBLICA*

I risultati attesi per il 2003 mostrano un quadro di finanza pubblica in netto peggioramento. L'indebitamento netto aumenta, l'avanzo primario diminuisce, il risparmio pubblico torna negativo. A determinare questi risultati ha contribuito in primo luogo l'andamento sfavorevole dell'economia, con una crescita del PIL ben al di sotto delle previsioni, formulate un anno fa dal Governo; in secondo luogo si sono manifestati gli effetti di trascinamento degli esiti negativi di finanza pubblica nel 2002.

Gli obiettivi per il 2004 sono stati rivisti alla luce delle recenti tendenze e si è allontanato al 2007 il momento del pareggio di bilancio.

Le pagine che seguono illustrano, in primo luogo, il pre-consuntivo del 2003. In secondo luogo, discutono gli obiettivi di medio periodo della politica di bilancio, come espressi nei documenti di programmazione elaborati nel corso di quest'anno. Infine, presentano la manovra finanziaria per il 2004, con riferimento ai principali comparti di entrate e di spese pubbliche.

2.1 Il preconsuntivo 2003

I risultati di pre-consuntivo per il 2003 sono illustrati nella TAB. 2.1, che mostra anche l'evoluzione dei flussi di finanza pubblica nel triennio precedente.

Dal lato delle entrate, tra il 2000 e il 2003, la pressione fiscale si è ridotta di 0,6 punti di PIL; nel 2003 il gettito è sostenuto dagli introiti derivanti dai condoni. Sul fronte della spesa pubblica, si osserva l'aumento di un punto della quota sul PIL delle spese correnti al netto degli interessi.

Confrontando il pre-consuntivo 2003 con il consuntivo 2002, sono previste crescere tutte le componenti rilevanti di spesa: i redditi da lavoro dipendente aumentano del 4,5%, per effetto dei rinnovi contrattuali, con relativa corresponsione di arretrati; i consumi intermedi crescono del 2,8%; la spesa sanitaria cresce intorno al 6%, a causa di maggiori oneri per il personale, sempre legati ai rinnovi contrattuali, e di maggiori acquisti di beni e servizi (che registrano una crescita del 9,3%, se si tiene conto di 7,3 miliardi di euro di debiti pregressi); infine, la spesa pensionistica cresce intorno al 4%. A partire dal 2001,

* A cura di M. Flavia Ambrosanio.

si è arrestato il processo di graduale riduzione della spesa primaria in rapporto al PIL. La spesa per interessi si riduce ancora in quota di PIL, al 5,3%. Le spese correnti totali restano così stabili al 43,8% del PIL. Le spese complessive si attestano al 48% del PIL.

In conseguenza della descritta evoluzione delle entrate e delle spese correnti, nel 2003, dopo cinque anni, il risparmio pubblico torna ad essere negativo. L'indebitamento netto si attesta al 2,5% del PIL, a fronte di un obiettivo iniziale dello 0,8%, e l'avanzo primario si riduce al 2,8% del PIL, contro un obiettivo del 5,1%.

TAB. 2.1 – I conti della P.A.: il preconsuntivo 2003 (in % del PIL)

	2000	2001	2002	2003
Entrate correnti	45,4	45,2	44,5	43,8
Entrate in conto capitale*	0,4	0,3	1,2	1,8
Entrate totali	45,8	45,5	45,7	45,6
<i>Pressione fiscale</i>	<i>42,4</i>	<i>42,1</i>	<i>41,6</i>	<i>41,8</i>
- imposte in conto capitale	0,1	0,1	0,2	1,1
<i>Spese correnti al netto interessi</i>	<i>37,5</i>	<i>37,8</i>	<i>38,2</i>	<i>38,5</i>
Interessi passivi	6,5	6,4	5,7	5,3
<i>Spese correnti totali</i>	<i>43,9</i>	<i>44,2</i>	<i>43,8</i>	<i>43,8</i>
<i>Spese in conto capitale</i>	<i>3,7</i>	<i>3,9</i>	<i>4,2</i>	<i>4,2</i>
<i>Spese complessive</i>	<i>47,6</i>	<i>48,1</i>	<i>48,0</i>	<i>48,0</i>
Risparmio pubblico	1,5	1,0	0,7	-0,1
Avanzo primario	4,6	3,8	3,4	2,8
Indebitamento netto	1,8	2,6	2,3	2,5

Note: *inclusi i proventi delle cartolarizzazioni

2.1.1 Il confronto risultati-obiettivi

Gli esiti di finanza pubblica del 2003 mostrano dunque un rilevante scostamento rispetto alle previsioni e agli obiettivi, come indicati nei documenti programmatici predisposti nel corso del 2002 (TAB. 2.2).

Gli scostamenti tra risultati e obiettivi di finanza pubblica sono, in linea di principio, attribuibili ad almeno tre fattori di natura diversa: a) andamento dell'economia peggiore di quello atteso; b) effetto di trascinamento per il mancato raggiungimento degli obiettivi e quindi peggiore consuntivo di finanza pubblica nell'anno precedente; c) sovrastima degli effetti finanziari della manovra di bilancio.

TAB. 2.2 – Obiettivi di finanza pubblica per il 2003 (in % del PIL)

	Luglio 2002	Settembre 2002	Aprile 2003	Luglio 2003	Settembre 2003
Indebitamento netto	0,8	1,5	2,3	2,3	2,5
Avanzo primario	5,1	4,5	3,2	3,0	2,8
PIL reale	2,9	2,3	1,1	0,8	0,5
PIL nominale	4,8	4,1	3,9	3,6	3,3

Per quanto riguarda in particolare il 2003, sembra che questi tre fattori si siano sommati.

In primo luogo, il quadro congiunturale è risultato molto più sfavorevole delle previsioni del Governo. Nel 2003, il PIL reale cresce dello 0,5%, a fronte di una previsione-obiettivo superiore al 2%. Bisogna inoltre considerare che le entrate tributarie variano con il PIL nominale, che risulta crescere del 3,3%, contro un obiettivo iniziale del 4,8%.

In secondo luogo, si è trascinato sul 2003 l'effetto dei peggiori risultati di finanza pubblica nel 2002. Nel luglio del 2002, al momento della predisposizione del DPEF 2003-2006, il Governo riteneva infatti che l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche per il 2002 si sarebbe attestato all'1,1% del PIL. Su questa base, veniva costruito il quadro programmatico per il 2003. A consuntivo, il rapporto deficit/PIL è risultato nel 2002 pari al 2,3%, lasciando quindi al 2003 un'eredità contabile negativa, che non è stata bilanciata da azioni correttive specifiche.

Infine, bisogna considerare che gli effetti finanziari della manovra per il 2003, come avviene normalmente, sono stati probabilmente sovrastimati.

A puro titolo di esercizio, lo scostamento tra il valore obiettivo e il consuntivo, potrebbe essere spiegato come segue:

* Indebitamento netto/PIL obiettivo per il 2003	0,8
* Maggiore indebitamento 2002	+1,2
* Minori entrate per minore crescita del PIL nominale nel 2003	+0,6
* Maggiori spese per minore crescita del PIL reale nel 2003	+0,2
* Minori spese per interessi passivi nel 2003	-0,6
* Minori effetti della manovra per il 2003	+0,3
* Indebitamento netto/PIL 2003 a consuntivo	2,5

Nonostante il carattere esemplificativo dei dati esposti, l'esercizio illustra al lettore le ragioni degli scostamenti tra risultati e obiettivi. Queste informazioni

dovrebbero trovare spazio all'interno dei documenti ufficiali quando si manifestano divergenze tra obiettivi programmati e risultati a consuntivo. Ne deriverebbe, forse, maggiore chiarezza e trasparenza sulle informazioni relative all'andamento della finanza pubblica.

2.2 Lo scenario 2004-2007

L'evoluzione tendenziale, a legislazione vigente, dei flussi e dei saldi di finanza pubblica nel periodo 2004-2007, contenuta nel Documento di programmazione economico-finanziaria, predisposto nel mese di luglio, è illustrata nella TAB. 2.3. Tali previsioni mostrano una riduzione della pressione tributaria accompagnata da pari riduzione delle spese correnti al netto degli interessi, una forte riduzione delle spese in conto capitale e la stabilità della spesa per interessi. Le previsioni a legislazione vigente sono state ottenute sulla base di alcune ipotesi che sembra opportuno richiamare.

TAB. 2.3 – I conti della P.A.: previsioni a legislazione vigente 2004-2007
(in % del PIL)

	2003	2004	2005	2006	2007
Entrate correnti	43,8	43,5	43,5	43,5	43,3
Entrate in conto capitale	1,8	0,6	0,2	0,2	0,2
Entrate totali	45,6	44,1	43,8	43,7	43,5
<i>Pressione fiscale</i>	<i>41,8</i>	<i>40,9</i>	<i>40,7</i>	<i>40,6</i>	<i>40,4</i>
- imposte in conto capitale	1,1	0,4	0,0	0,0	0,0
<i>Spese correnti al netto interessi</i>	<i>38,5</i>	<i>38,4</i>	<i>37,9</i>	<i>37,6</i>	<i>37,2</i>
Interessi passivi	5,3	5,0	5,1	5,0	5,1
<i>Spese correnti totali</i>	<i>43,8</i>	<i>43,4</i>	<i>43,0</i>	<i>42,6</i>	<i>42,3</i>
<i>Spese in conto capitale</i>	<i>4,2</i>	<i>3,8</i>	<i>4,0</i>	<i>3,8</i>	<i>3,6</i>
<i>Spese complessive</i>	<i>48,0</i>	<i>47,2</i>	<i>47,0</i>	<i>46,4</i>	<i>45,9</i>
Risparmio pubblico	-0,1	0,1	0,5	0,8	1,0
Avanzo primario	2,8	1,9	1,8	2,2	2,7
Indebitamento netto	2,5	3,1	3,2	2,8	2,4

Per quanto riguarda i flussi di entrata, la riduzione della pressione tributaria nel 2004 (non ci sono ipotesi e valutazioni specifiche sull'andamento delle singole imposte o comparti di imposte) è determinata dal venir meno degli incassi derivanti dai provvedimenti *una tantum* (che nel 2003 sono pari all'1,1% del PIL) e dagli effetti della minore crescita economica nel 2003 sull'autoliquidazione del 2004. La pressione tributaria tende poi a ridursi lievemente nel periodo 2005-2007. I

contributi sociali sono previsti crescere secondo un'elasticità al PIL pari a 0,9, che è il valore di lungo periodo.

Per ciò che concerne le spese, la previsione degli oneri per il personale in servizio si basa sull'invarianza del numero dei dipendenti pubblici per tutto il periodo considerato e sulla crescita delle retribuzioni pubbliche in conseguenza della concessione dell'indennità di vacanza contrattuale con cadenza biennale. I consumi intermedi, inclusivi della spesa sanitaria, sono previsti crescere nella stessa misura del PIL nominale, con una elasticità pari a 1 in media nel periodo.

La spesa sanitaria è prevista crescere del 3,7% in media nel periodo, per effetto delle misure di contenimento assunte dal Tavolo tecnico di verifica degli adempimenti regionali e di monitoraggio della spesa. Anche per le pensioni, le previsioni a legislazione vigente indicano un tasso di crescita del 3,7% medio annuo, sulla base dell'andamento del numero di prestazioni da erogare e dell'adeguamento delle prestazioni all'inflazione programmata. Infine, le spese in conto capitale sono state stimate sulla base delle nuove autorizzazioni determinate dalle precedenti leggi finanziarie e dell'entità dei residui passivi.

In sintesi, si prospetta: a) la riduzione della pressione fiscale dal 41,8% nel 2003 al 40,4% nel 2007; b) la riduzione della quota sul PIL delle spese correnti al netto degli interessi di 1,3 punti percentuali; c) la stabilità della quota sul PIL degli oneri per interessi passivi intorno al 5%; d) la riduzione delle spese complessive dal 48% al 45,9% del PIL; e) la formazione e l'aumento del risparmio pubblico fino all'1% del PIL nel 2007; la riduzione nel 2004-05 dell'avanzo primario, che successivamente aumenterebbe per raggiungere il 2,7% del PIL nel 2007; l'aumento dell'indebitamento netto dal 2,5% del PIL nel 2003 al 3,2% nel 2005, con successiva riduzione al 2,4% del PIL nel 2007.

L'evoluzione tendenziale dei saldi del bilancio pubblico mostra dunque un quadro di finanza pubblica in netto peggioramento nei prossimi due anni, con il ritorno del rapporto tra indebitamento e PIL al di sopra del 3%.

A fronte dello scenario tendenziale appena delineato, si pongono gli obiettivi programmatici del Governo, espressi in primo luogo nel DPEF 2004-2007, successivamente aggiornati nella Relazione previsionale e programmatica per il 2004 e nella Nota di aggiornamento al DPEF 2004-2007.

La TAB. 2.4 illustra gli obiettivi del Governo sulla crescita dell'economia e sull'andamento dei prezzi, che sono rilevanti per la costruzione del quadro

programmatico di finanza pubblica. In particolare, per il PIL reale, si dovrebbe realizzare una crescita dell'1,9% nel 2004 (in linea con quella attesa per l'area Euro) e superiore al 2% negli anni successivi. L'inflazione programmata risulterebbe pari all'1,7% l'anno prossimo e in graduale riduzione nei tre anni successivi.

TAB. 2.4 – Il quadro macro-economico programmatico

	2003	2004	2005	2006	2007
PIL nominale	3,3	4,0	4,1	4,3	4,3
PIL reale	0,5	1,9	2,3	2,5	2,6
Tasso d'inflazione	2,6	1,7	1,5	1,4	1,4

Per ciò che concerne il quadro programmatico di finanza pubblica, sotto il profilo quantitativo, gli obiettivi sugli indicatori rilevanti delle Amministrazioni Pubbliche sono definiti in termini di rapporti al PIL (TAB. 2.5). Rispetto alle previsioni a legislazione vigente, l'obiettivo è di realizzare un avanzo primario crescente in tutto il periodo considerato, in modo da riportarlo nel 2007 al 5,2% del PIL, cioè al livello della fine degli anni '90. La spesa per interessi si stabilizzerebbe intorno al 5% del PIL. L'indebitamento netto si ridurrebbe gradualmente fino al 2006 e il pareggio di bilancio sarebbe conseguito nel 2007. Il rapporto tra debito pubblico e PIL scenderebbe al di sotto del 100% a partire dal 2006.

TAB. 2.5 – Il quadro programmatico della P.A. (in % del PIL programmato)

	2003	2004	2005	2006	2007
Avanzo primario	2,8	2,9	3,8	4,6	5,2
Interessi passivi	5,3	5,1	5,0	5,0	5,1
Indebitamento netto	2,5	2,2	1,2	0,5	-0,1
Indebitamento netto strutturale	1,9	1,6	0,8	0,3	-0,1
Debito pubblico	106,0	105,0	101,7	99,4	97,1

Per quanto riguarda nello specifico il 2004, gli obiettivi da raggiungere consistono nella riduzione dell'indebitamento netto dal 3,1% tendenziale al 2,2% del PIL, nell'aumento dell'avanzo primario al 2,9% del PIL, nella riduzione al 105% del rapporto tra debito pubblico e PIL.

Il quadro programmato di finanza pubblica sconta, oltre alla realizzazione degli obiettivi di crescita del sistema economico, anche *“gli effetti delle riforme del mercato del lavoro, del fisco e della previdenza”*.

È opportuno in conclusione sottolineare una lacuna che caratterizza la Nota di aggiornamento del DPEF 2004-2007: non è stata presentata la revisione dello scenario tendenziale per il 2004, alla luce del peggiore preconsuntivo per il 2003 e della peggiore evoluzione del quadro economico. La conoscenza del nuovo scenario tendenziale, come ha rilevato anche la Corte dei Conti, avrebbe consentito di valutare la coerenza della manovra per il prossimo anno rispetto agli obiettivi programmatici. In poche parole, manca il punto di riferimento per calcolare l'entità della manovra necessaria per ricondurre i valori tendenziali ai valori obiettivo. Si conferma, come è già stato evidenziato nel paragrafo precedente, l'esistenza di qualche problema di carenza di informazioni e poca trasparenza nella presentazione dei dati sull'andamento dei conti pubblici.

2.3 La manovra finanziaria per il 2004

Entità e composizione della manovra. La manovra di finanza pubblica per il 2004 è strutturata su più provvedimenti, il disegno di legge finanziaria (A.S. 2512), il decreto legge n.269 concernente “*Disposizioni per favorire lo sviluppo e Correzione dell'andamento dei conti pubblici*”, le misure in materia previdenziale (da adottare con disposizioni integrative al disegno di legge delega o con emendamenti della finanziaria).

L'entità complessiva della manovra è di 16,3 miliardi di euro, dei quali circa due terzi discendenti da misure di carattere straordinario ed i restanti da misure strutturali. Di questi 16,3 miliardi di euro, 11,1 sono destinati alla riduzione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche e 5,2 alle misure cosiddette “per favorire lo sviluppo”.

La manovra per il 2004 riguarda prevalentemente le entrate pubbliche, con la stima di maggiori incassi per 14,4 miliardi di euro (TAB. 2.6), quasi tutti derivanti, ancora una volta, da misure di carattere temporaneo. Si prevedono invece minori entrate per 2,2 miliardi di euro, per la concessione e la proroga di sgravi e agevolazioni fiscali. Le maggiori entrate nette risulterebbero pertanto pari a 12,2 miliardi di euro.

TAB. 2.6 – La manovra sulle entrate per il 2004
(in miliardi di euro)

Maggiori entrate D.L. 269/2003	14,4
di cui: - cartolarizzazioni	3,5
- vendita immobili adibiti a uffici pubblici	1,5
- condono edilizio	3,2
- proroga termini condono fiscale	0,5
- indennità per occupazione aree demanio	0,5
- concordato fiscale preventivo	3,6
- videogiochi e scommesse	0,7
- contributi previdenziali	0,6
- altre	0,3
Minori entrate D.L. 269/2003	1,2
di cui: sgravi fiscali vari e proroghe di agevolazioni (*)	1,2
Minori entrate D.D.L. finanziaria	1,0
di cui: - agevolazioni agricoltura (*)	0,7
- altre (*)	0,3
Maggiori entrate nette	12,2

Note: (*) Definite come “misure per lo sviluppo”.

La manovra sulle spese (TAB. 2.7), come si è detto, è di entità molto più modesta e produce un peggioramento dell'avanzo primario di 1,1 miliardi di euro; a fronte di risparmi di spesa per 1,9 miliardi, sono infatti programmate maggiori spese per 3 miliardi.

TAB. 2.7 – La manovra sulle spese per il 2004
(in miliardi di euro)

Maggiori spese D.L. 269/2003	0,9
di cui: - assegno per il secondo figlio (*)	0,3
- agevolazioni gasolio autotrasporto (*)	0,3
- altre (*)	0,3
Maggiori spese D.D.L. finanziaria	2,1
di cui: - spese di personale (*)	1,1
- altre maggiori spese correnti (*)	0,9
- altre maggiori spese in conto capitale (*)	0,1
Minori spese D.L. 269/2003	1,4
di cui: - trasformazione in SpA della Cassa DD.PP.	0,8
- SACE SpA	0,1
- riduzione di fondi speciali	0,3
- altre	0,2
Minori spese D.D.L. finanziaria	0,5
Maggiori spese nette	1,1

Note: (*) Definite come “misure per lo sviluppo”.

Misure una tantum e misure permanenti. La manovra per il 2004 si caratterizza, come quella dello scorso anno, per la forte incidenza delle misure di carattere temporaneo.

Per quanto concerne le maggiori entrate, stimate in 14,4 miliardi di euro, circa 12,3 sono attesi da misure di carattere straordinario, operazioni di cartolarizzazione e vendita di immobili destinati a uffici pubblici, condono edilizio e sanatorie fiscali. Le maggiori entrate permanenti ammonterebbero solo a 1,8 miliardi di euro, derivanti dall'aumento dell'imposta sugli intrattenimenti e dei contributi previdenziali sulle collaborazioni coordinate e continuative e dalle indennità per l'occupazione delle aree del demanio. Anche le minori entrate, previste in 2,2 miliardi di euro e discendenti per lo più da proroghe di agevolazioni fiscali nel settore dell'agricoltura, hanno natura di *una tantum*.

Dal lato della spesa, le maggiori spese correnti sono stimate in 2,9 miliardi di euro e sono in buona parte permanenti. Esse provengono per 1,1 miliardi di euro dai rinnovi contrattuali dei dipendenti pubblici, per 0,3 miliardi dalla concessione dell'assegno per la nascita del secondo figlio e successivi, per 1,2 miliardi dalla costituzione dell'Istituto Italiano di Tecnologia, dall'incremento del fondo per le politiche sociali, dall'istituzione di un fondo per agevolare l'esternalizzazione di servizi da parte delle ASL e delle aziende ospedaliere, dalle risorse destinate alle missioni di pace e destinate alle istituzioni scolastiche per i servizi svolti dai lavoratori socialmente utili, da altri interventi minori.

Le minori spese, pari a 1,9 miliardi di euro, derivano principalmente dalla trasformazione della Cassa DD.PP. in SpA, per minori interessi corrisposti alla Poste SpA (0,8 miliardi), e dal rinnovo delle norme in materia di assunzioni nel pubblico impiego, in particolare il blocco del *turn-over* (0,5 miliardi), .

La manovra presenta dunque un *mix* tra interventi strutturali e temporanei che privilegia fortemente questi ultimi. E' evidente che quanto maggiore è il peso dei provvedimenti di carattere *una tantum*, tanto minore è la capacità di mantenere nel futuro i risultati conseguiti in un certo anno. Nel 2005 si porrà il problema di rimpiazzare il minore gettito derivante da condoni e sanatorie. Il Governo ha comunque dichiarato la volontà di ridurre gradualmente il peso delle misure temporanee nei prossimi due anni. Si legge infatti nel DPEF che "La strategia finanziaria del Governo si basa sulla riduzione progressiva delle misure one-off: un terzo della manovra prevista per il 2004 dovrà essere assicurato da misure a

carattere permanente. La proporzione aumenta a due terzi l'anno successivo fino alla completa sostituzione nel 2006”.

Le misure per “favorire lo sviluppo”. Come si è accennato sopra, circa il 30% della manovra (5,2 miliardi di euro) è rappresentato, con le parole del Governo, da misure “per favorire lo sviluppo”. Di che cosa si tratta? Come è posto in evidenza nella TAB. 2.8, vanno sotto l’etichetta di misure “per favorire lo sviluppo”, tutti gli interventi destinati all’aumento dell’indebitamento netto, ovvero tutte le disposizioni che danno luogo a maggiori spese (3 miliardi di euro) e minori entrate (2,2 miliardi di euro).

TAB. 2.8 – Le misure per favorire lo sviluppo
(in miliardi di euro)

Maggiori spese	3,0
di cui: - pubblico impiego (contratti e altri interventi)	2,0
- assegno per il secondo figlio	0,3
- agevolazione gasolio autotrasporto	0,3
- altre	0,3
- spese in conto capitale	0,1
Minori entrate	2,2
di cui: - acconto versamento accise	1,0
- aliquota IRAP agricoltura	0,3
- agevolazioni IVA agricoltura	0,3
- IVA autoveicoli	0,2
- proroga agevolazioni accise	0,1
- altri interventi minori	0,3
Totale misure a sostegno dell’economia	5,3

Dal lato della spesa, la parte più cospicua degli interventi (2 miliardi di euro) riguarda il comparto del pubblico impiego, in relazione ai rinnovi contrattuali e ad altri interventi, ad esempio nel comparto della Scuola. Le altre misure appaiono pertanto di scarsa portata finanziaria.

Per quanto concerne le minori entrate, come è stato già osservato, si tratta per lo più della proroga di agevolazioni e sgravi fiscali. Non c’è pertanto una riduzione strutturale della pressione tributaria in nessun comparto.

Alle misure appena descritte vanno poi aggiunte le disposizioni che hanno un impatto finanziario quasi nullo nel 2004, ma mirano ad accelerare il processo

di innovazione del sistema produttivo e a facilitare la penetrazione delle imprese italiane sui mercati esteri.

Infine, occorre considerare le risorse destinate alle cosiddette “aree sottoutilizzate”. La legge finanziaria per il 2003 aveva destinato al Fondo per le aree sottoutilizzate risorse pari a 8.050 milioni di euro, per il triennio 2003-2005. La legge finanziaria attualmente in discussione integra tali risorse, per un ammontare pari a 8.061 milioni di euro, secondo lo schema seguente:

Fondo per le aree sottoutilizzate	2003	2004	2005	2006	Totale
Legge finanziaria per il 2003	400	650	7.000		8.050
Legge finanziaria per il 2004		100	1.611	6.350	8.061

Elementi di valutazione della manovra. La valutazione complessiva della manovra di finanza pubblica per il 2004 non può prescindere dal contesto macroeconomico, all'interno del quale si inserisce, caratterizzato da una sostanziale stagnazione dell'attività economica e deve anche tenere conto dei vincoli esterni (Patto di stabilità e crescita) sugli obiettivi di finanza pubblica. Da un lato, nell'attuale fase congiunturale, sarebbe opportuna una politica espansiva, di sostegno e rilancio dell'economia, attraverso la riduzione delle imposte e/o l'aumento della spesa pubblica. D'altro canto, vanno rispettati gli impegni in sede europea, di riduzione del deficit e del debito pubblico, attraverso l'aumento delle entrate e/o la riduzione della spesa pubblica. Le autorità di politica si trovano dunque a dover perseguire obiettivi contrastanti.

Come valutare la manovra per il 2004 alla luce di queste osservazioni?

Si consideri innanzitutto la struttura della manovra, che affida l'obiettivo di riduzione del deficit a maggiori entrate di natura straordinaria. Nell'attuale situazione congiunturale, il ricorso a misure di carattere temporaneo non è ingiustificato, rispetto all'alternativa di un aumento strutturale della pressione fiscale, come sarebbe il caso di un aumento dell'IRPEF o delle imposte indirette gravante su tutti i contribuenti. A parità di effetti sul bilancio pubblico, gli effetti sul reddito disponibile dei contribuenti, e dunque sulla domanda di consumi, sono infatti diversi a seconda delle modalità con cui si reperiscono le maggiori entrate. I proventi derivanti dalle cartolarizzazioni non dovrebbero avere, almeno nel breve periodo, effetti restrittivi sulla domanda. Le maggiori entrate provenienti dai condoni riguardano solo una parte dei contribuenti, presumibilmente per lo più

imprese e lavoratori autonomi. Lo stesso Governo nel DPEF 2004-2007 ha espresso la convinzione che le misure di natura straordinaria consentono “*il contenimento del deficit minimizzando l’impatto sul ciclo economico*”.

Tuttavia, se il ricorso a misure temporanee per la riduzione del deficit può apparire condivisibile nel presente scenario macro-economico, non sembra altrettanto accettabile il contenuto dei provvedimenti adottati, in particolare il ricorso ai condoni.

Condoni fiscali ripetuti nel tempo innanzitutto minano il rapporto tra Fisco e contribuente e “scoraggiano” i contribuenti onesti. Inoltre, generano aspettative di ulteriori condoni, aspettative che entrano nel processo decisionale sulla quantità di imposte da pagare (o da evadere), soprattutto da parte di imprese e lavoratori autonomi. In altri termini, i condoni potrebbero incentivare l’evasione fiscale. Di conseguenza, nel lungo periodo, i condoni producono una riduzione strutturale del gettito tributario, più che emersione duratura di basi imponibili. Ciò implica che, terminati gli effetti del condono, si rendono necessari provvedimenti per rialzare la pressione tributaria.

Analoghe considerazioni di incentivo rendono non condivisibile anche la scelta del condono edilizio, che, tra l’altro, è oggetto di controversia tra lo Stato e alcune Regioni, che si rifiutano di applicare la sanatoria.

In conclusione, non si può non osservare che il ricorso alle misure straordinarie sembra essere la caratteristica principale delle manovre finanziarie degli ultimi anni, anche negli anni dove le previsioni del governo sull’andamento dell’economia erano improntate a grande ottimismo. Si deve quindi ritenere che il Governo non abbia mai creduto nelle proprie previsioni programmatiche sull’andamento dell’economia: ritenendo in realtà che, diversamente dalle previsioni ufficiali, l’economia sarebbe andata male diventava corretto, nella sostanza, proporre solo misure con effetti *una tantum*. Il problema con le manovre *una tantum* ripetute nel tempo è che esse generano incertezza nei comportamenti degli operatori economici; allo stesso modo determinano incertezza anche gli orientamenti che portano a previsioni sull’economia ispirate ad ottimismo. E’ pur vero che un Governo ha il dovere sociale di non essere pessimista, ma l’intensità dell’ottimismo comunicativo ha un suo limite non definibile esattamente ma che, forse, negli ultimi anni, ha superato valori accettabili.

2.4 Appendice: Evoluzione dei principali indicatori di finanza pubblica

FIG. 2.1 – Indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche (in % del PIL)

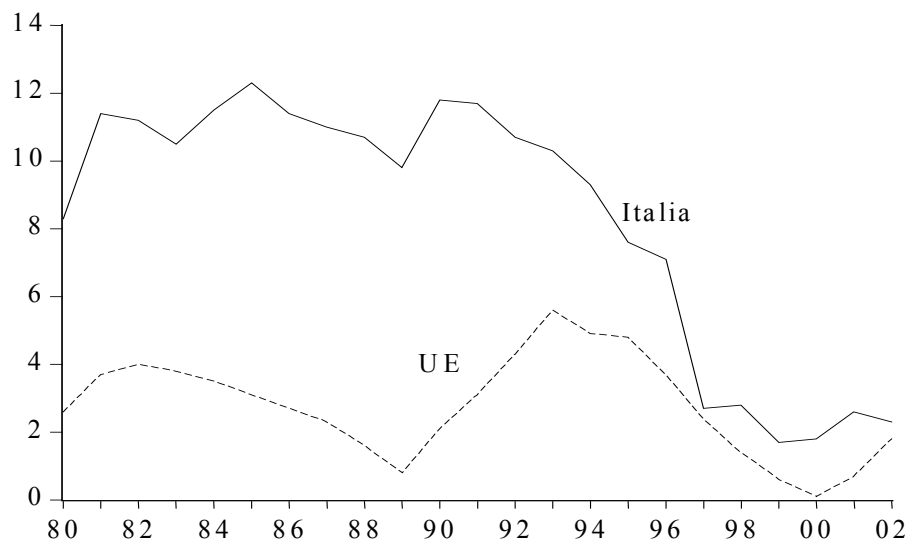


FIG. 2.2 – Saldo primario delle Amministrazioni Pubbliche (in % del PIL)

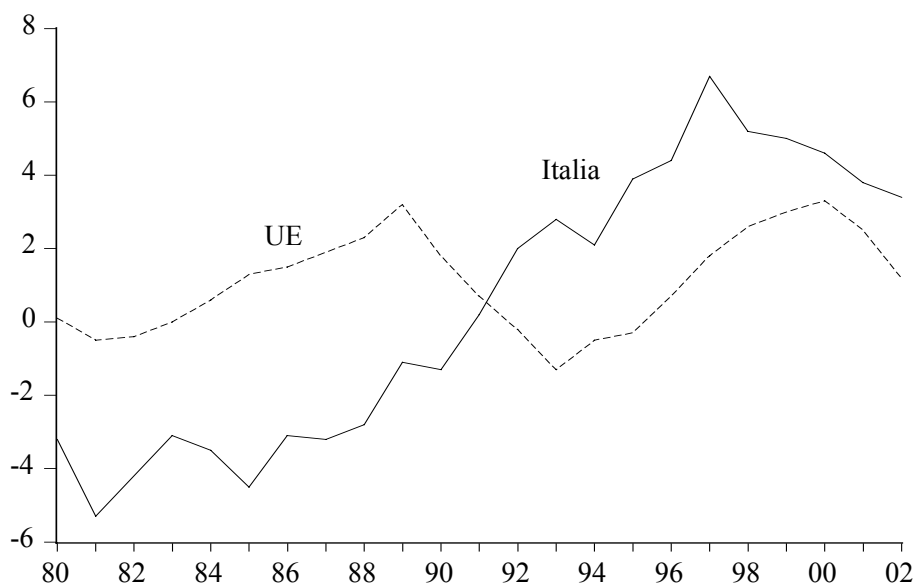


FIG. 2.3 – Debito pubblico (in % del PIL)

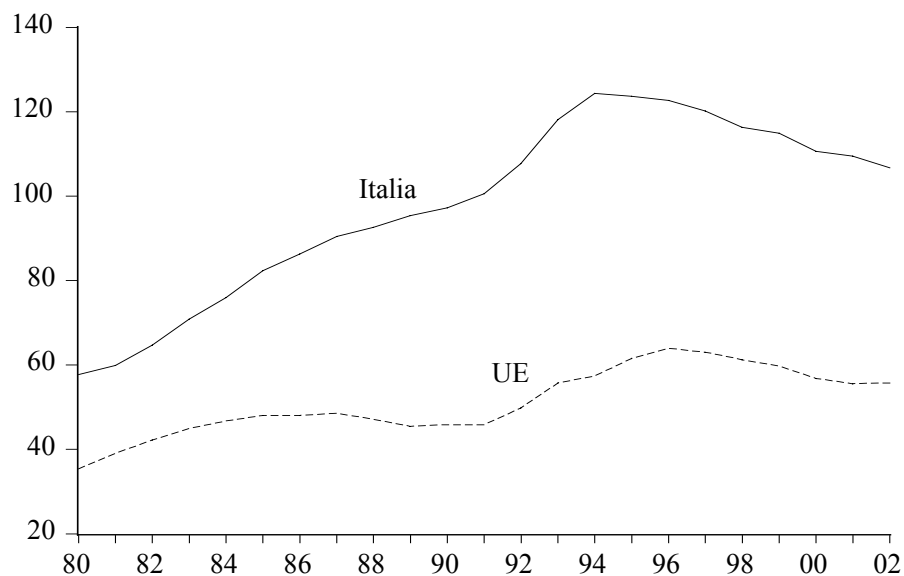
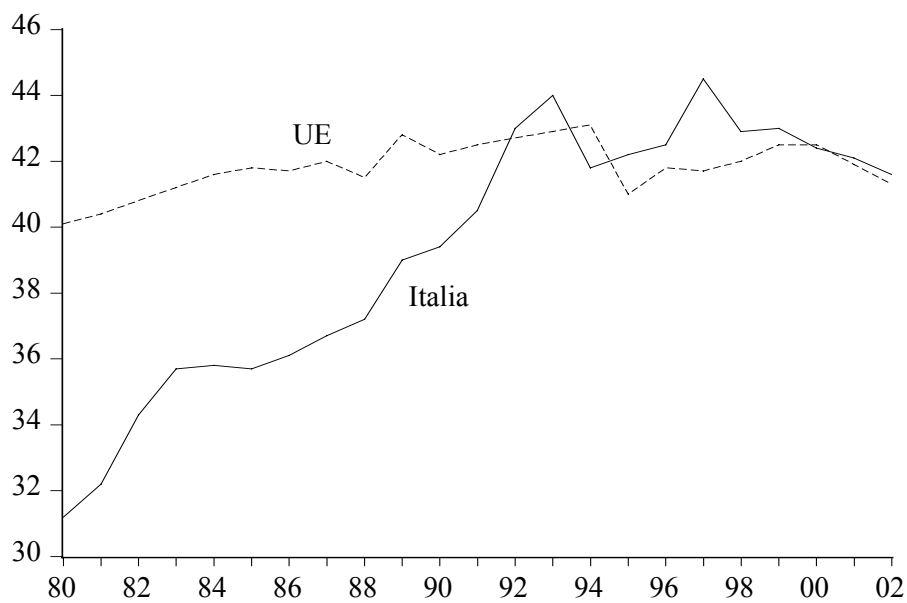


FIG. 2.4 - Pressione fiscale (in % del PIL)



3. LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE

Negli ultimi mesi i tassi ufficiali sono rimasti fermi ai livelli di giugno. La Banca Centrale Europea considera infatti “appropriato” l’attuale livello dei tassi perché, nonostante l’elevata crescita della moneta, non sembrano esservi pericoli inflazionistici mentre, nel settore reale, stanno aparendo i primi indicatori di ripresa. Per quanto riguarda i tassi di mercato, i rendimenti a breve, legati ai tassi ufficiali, sono più bassi negli USA che in Europa, mentre il contrario avviene per i tassi a lunga, più sensibili alle aspettative di crescita economica oltre che dell’inflazione. La struttura dei tassi di mercato della zona-Euro suggerisce, comunque, che gli operatori si attendono un aumento sia del tasso a breve sia del Repo nel 2004, e questa prospettiva sembra confermata dall’analisi dell’andamento delle principali variabili economiche. Recenti sviluppi hanno portato all’attenzione dei mercati anche i rendimenti dei titoli *corporate*.

In Italia continua la forte crescita della raccolta bancaria in c/c e, a differenza che nella zona-Euro, anche i prestiti stanno aumentando a un ritmo accentuato, grazie all’elevata dinamica della componente a medio/lungo termine. Negli ultimi mesi i tassi bancari a breve si sono ulteriormente ridotti, mentre quelli a medio-lungo termine hanno già cominciato a risalire. Le nostre previsioni sono che anche per i tassi a breve si manifesterà quanto prima una loro tendenza al rialzo.

3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi*

Dopo la riduzione di giugno di 50 punti base, la BCE non ha più modificato i tassi ufficiali. Il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è pertanto tuttora al 2%.

Per quanto riguarda le motivazioni alla base di queste sue decisioni, va ricordato che la revisione di maggio della strategia della BCE¹ ha determinato anche la ridefinizione dei “pilastri” della sua politica monetaria, ora denominati

* A cura di G. Mastromatteo e M. Marchiori.

¹ La revisione è stata successivamente precisata nei bollettini di maggio e giugno 2003 della BCE e da Otmar Issing, membro del Consiglio della BCE, in occasione della conferenza del 17 ottobre u.s. “Inflation targeting: problemi e prospettive” tenutasi a St. Louis, USA presso la Federal Reserve Bank of St. Louis. Per un commento si veda anche lo scorso numero del nostro *Osservatorio Monetario*.

“analisi economica” ed “analisi monetaria”. Rispetto a prima, la Banca ha aumentato il peso attribuito alle “variabili economiche” (cioè tutte le variabili non monetarie, comprese le sue previsioni e quelle degli enti specialistici), mentre ha ridotto il ruolo delle “variabili monetarie” (moneta e credito), considerate solo come fonte aggiuntiva di informazioni sull’inflazione di lungo periodo.

Le variabili economiche. I dati sulla produzione e sul “clima di fiducia” dell’economia sembrano mostrare i primi segnali di una ripresa, e quest’ipotesi risulta confermata anche dalle stime di “consensus” e dalle opinioni dei principali enti di previsione. Recentemente (24 ottobre) il Presidente Duisenberg si è spinto a dichiarare che la crescita del PIL a fine 2004 potrebbe essere prossima al suo livello potenziale del 2,5%, anche se questa previsione (TAB. 3.1) sembra più ottimistica di quelle formulate da altre istituzioni.

TAB. 3.1 – Previsioni della BCE e di altre istituzioni

Fonte	Data della previsione	Inflazione ⁽¹⁾		Crescita del PIL in termini reali	
		2003	2004	2003	2004
BCE	Ott. 2003	1,9-2,1	1,8-1,9	0,8-1,0**	2,0-2,5**
Commissione Europea	Ott. 2003	2,1	2,0	0,4	1,8
FMI	Set. 2003	2,0	1,6	0,5	1,9
OCSE	Giu. 2003	2,2	2,0	1,0	2,4
Consensus Economics	Ago. 2003	1,9	1,4	0,6	1,7
Professional Forecasters	Lug. 2003	1,9	1,5	0,7	1,7

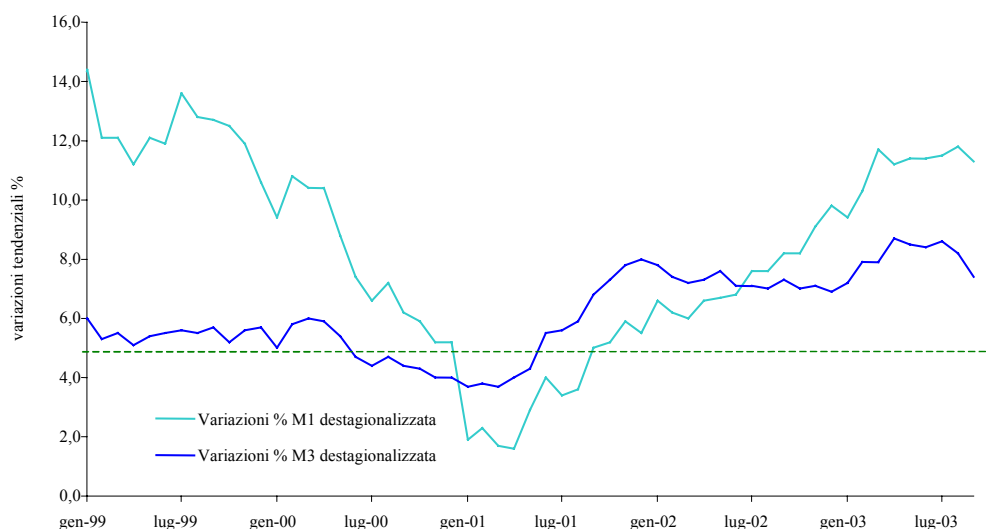
Fonti: BCE, *Bollettino economico*, vari mesi, 2003; OCSE, *Economic Outlook*, n. 73; FMI, *World Economic Outlook*, Settembre 2003; Commissione Europea, *Economic forecasts*, autunno 2003.

Note: ⁽¹⁾ Per il FMI e l’OCSE: deflatore dei consumi privati; negli altri casi IAPC. ** Le stime sul PIL della BCE sono state desunte dagli interventi dei principali esponenti della Banca stessa.

Secondo la cosiddetta stima rapida dell’Eurostat, a settembre 2003 l’inflazione nell’area dell’Euro sarebbe rimasta invariata al livello del 2,1% di agosto e nella restante parte dell’anno dovrebbe oscillare intorno al 2%. In un orizzonte temporale più lungo, la BCE prevede un’inflazione attestata al di sotto del 2% per il 2004 ed in linea con livelli inferiori al 2% anche nel medio periodo. Questa sua aspettativa si basa sull’ipotesi di una contenuta dinamica salariale, a fronte di un’attesa di graduale ripresa economica, e sull’assenza di forti spinte dai prezzi *import*.

Secondo la BCE rimangono, comunque, ancora delle preoccupazioni inflazionistiche collegate alla presenza, nella maggior parte dei paesi dell'Area, di politiche di bilancio con scostamenti rilevanti rispetto agli obiettivi fissati per il 2003 e, in diversi casi, anche per il 2004; in particolare i casi che preoccupano maggiormente la Banca Centrale sono quelli di Francia e Germania, i due principali paesi dell'Area, che stanno incontrando difficoltà a rispettare le regole definite dal Patto di stabilità². Proprio in considerazione di tali fatti, la BCE continua ad esortare i singoli governi al rispetto delle regole prefissate, ribadendo la propria convinzione sui positivi effetti in termini di crescita e di clima di fiducia che ne potranno derivare. Inoltre, ancora una volta, viene richiesto ai singoli paesi dell'Unione la realizzazione di riforme volte a superare le rigidità strutturali sia nel mercato del lavoro sia in quello dei beni e servizi.

FIG. 3.1 – Variazioni tendenziali della moneta: confronto tra M1 e M3 (dati mensili; periodo gennaio 1999-settembre 2003)



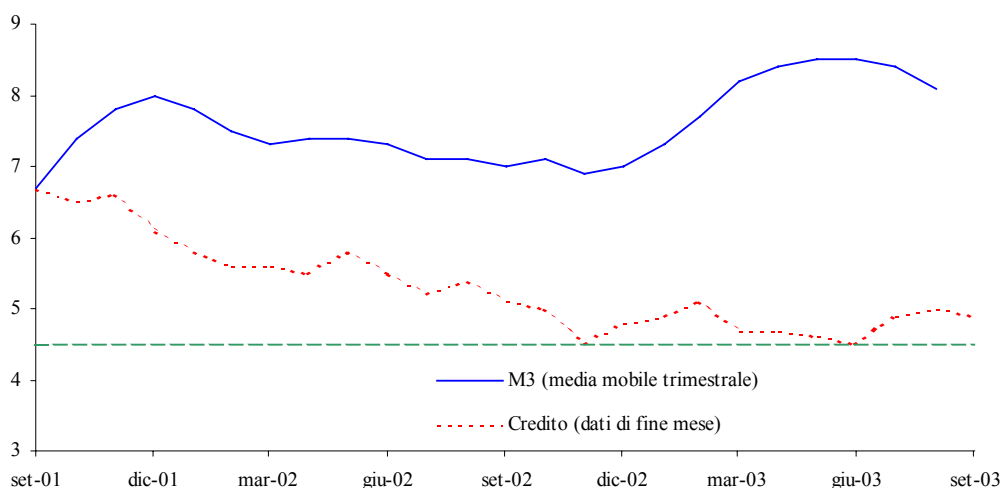
Fonte: nostra elaborazione su dati BCE, *Bollettino mensile*, ottobre 2003 e succ. aggiornamenti.

Le variabili monetarie. La moneta manifesta tassi di crescita superiori al 7% dalla fine del 2001; in particolare la crescita di M3 è stata al di sopra dell'8% per buona parte del 2003, ed è risultata pari al 7,4% lo scorso mese di settembre

² Al riguardo, si ricorda che sia la Francia che la Germania hanno dichiarato che, nel 2003 e nel 2004, non riusciranno a rispettare il limite del 3% per il deficit di bilancio pubblico in percentuale del PIL. La Commissione Europea, nel caso della Francia, ha richiesto una riduzione del deficit strutturale dell'1% per il 2004, mentre si è ancora in attesa di decisioni ufficiali per quanto riguarda la Germania.

(FIG. 3.1). La sua componente più liquida (M1) cresce ad un tasso superiore alla M3 dalla metà del 2002, e ha raggiunto il livello dell'11,3% a fine settembre. La BCE, al momento, non sembra preoccupata dei potenziali effetti di tale crescita sulla stabilità dei prezzi in relazione anche agli andamenti non positivi dell'economia reale che si traduce, tra l'altro, in una riduzione della domanda di credito; la crescita degli impegni, nella zona-Euro, si è progressivamente assestata sui valori minimi degli ultimi anni risultando pari al 4,9% a settembre (FIG. 3.2).

FIG. 3.2 – Crescita di M3 e del credito
(dati mensili, periodo settembre 2001-settembre 2003)



Fonte: nostra elaborazione su dati BCE, *Bollettino mensile*, ottobre 2003 e succ. aggiornamenti.

Un eccesso di moneta? Data la natura potenzialmente destabilizzante della crescita della moneta nell'Area, la BCE ha cercato di valutarne i possibili effetti. L'analisi è partita dai motivi che ne hanno determinato l'espansione. Le attuali condizioni di abbondanza di liquidità nell'area dell'euro vanno, in primo luogo, collegate alle riallocazioni di portafoglio avvenute, fra la metà del 2001 e gli inizi del 2003, a seguito del continuo calo delle quotazioni dei titoli. In secondo luogo, l'aumento delle disponibilità monetarie liquide è stato incoraggiato dal basso livello dei tassi di interesse e, quindi, dal limitato costo opportunità di M3. Infine, potrebbe aver avuto un ruolo di rilievo anche una motivazione di tipo precauzionale, legata all'incertezza delle prospettive economiche.

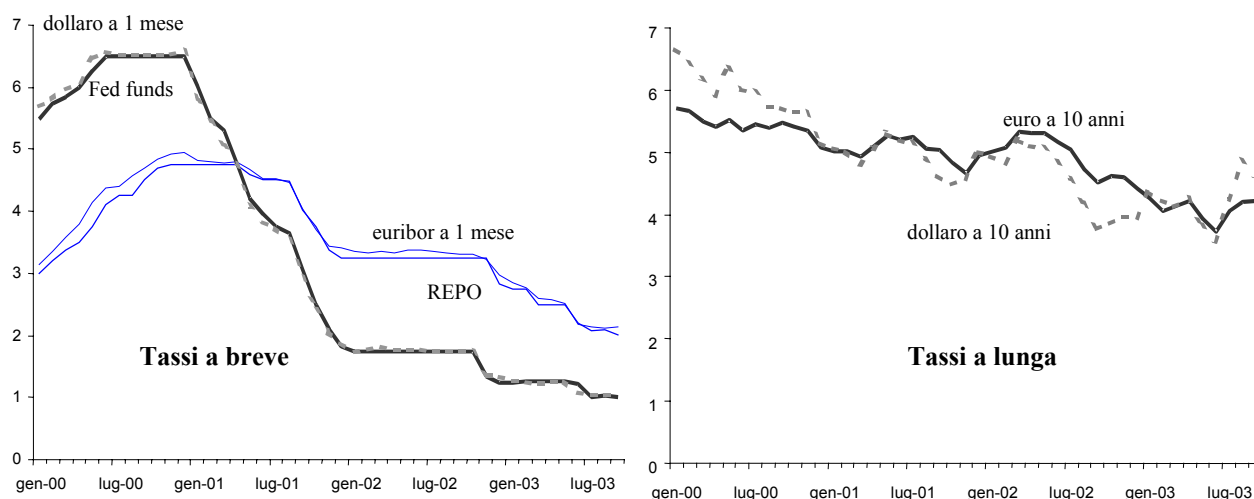
In una futura possibile fase di ripresa ciclica l'eccesso di liquidità potrebbe essere assorbito dall'aumento del volume delle transazioni e da una riallocazione

su altre attività finanziarie. E' oggi difficile valutare se l'eccesso di liquidità potrà diventare, esso stesso, fattore di alimentazione della domanda di beni di consumo. In quest'ultimo caso potrebbero verificarsi tensioni inflazionistiche di qualche tipo, capaci di preoccupare le attività monetarie. L'evento sembra però, nelle attuali condizioni dell'economia europea, assai distante e improbabile.

3.2 I tassi di mercato, le aspettative e il cambio*

I tassi di mercato. Nel corso degli ultimi mesi dell'anno è proseguita la discesa dei tassi a breve termine dell'area-Euro e degli USA, con una progressiva riduzione del differenziale tra le due zone geografiche (FIG. 3.3). I tassi a più lunga scadenza, che avevano mostrato un andamento relativamente piatto negli ultimi mesi in entrambe le Aree, sono tornati recentemente a differenziarsi a causa del rialzo osservato negli ultimi due mesi sui tassi USA (FIG. 3.4). I differenziali dei tassi a breve termine tra Euro ed USA si sono ridotti, mentre quelli sui tassi a più lunga scadenza sono tornati negativi.

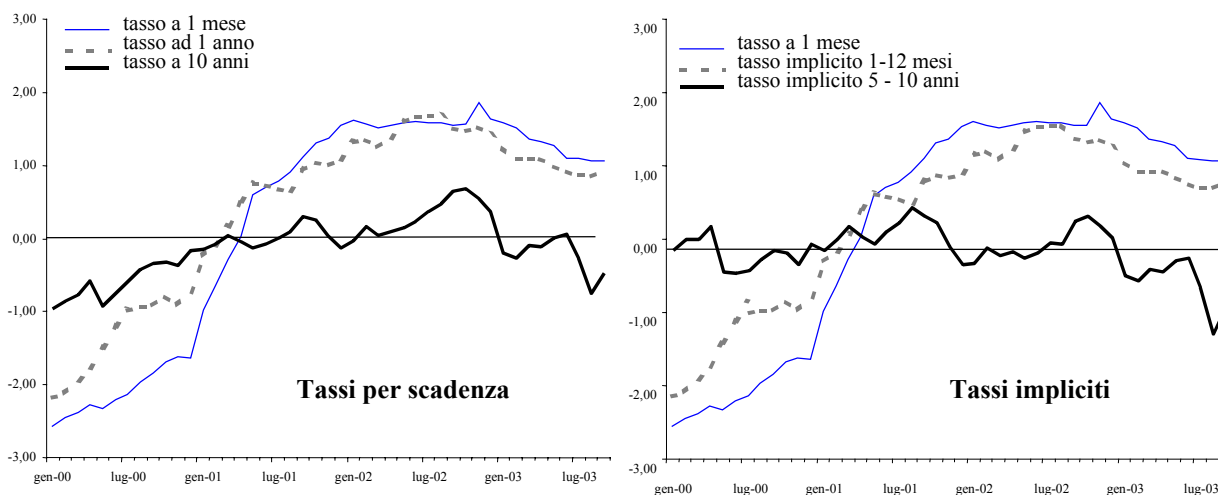
FIG. 3.3 – Tassi nella zona-Euro e negli USA (dati mensili; periodo gen. 2000-sett. 2003; fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)



Fonte: BCE e Fed.

* A cura di G Verga, G. Mastromatteo e M. Marchiori.

FIG. 3.4 – Differenziali Euro-USA dei tassi per scadenza e dei tassi impliciti
(dati mensili; fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)



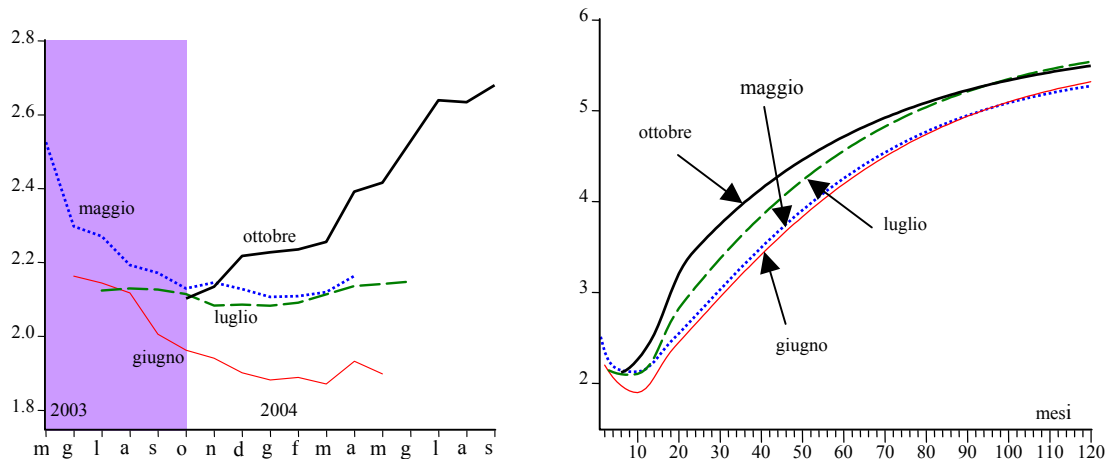
Fonte: BCE e Fed e nostre elaborazioni

Le aspettative del mercato. Da giugno a ottobre le curve dei tassi impliciti, cioè le aspettative del mercato sul futuro andamento dei tassi a breve, si sono spostate verso l'alto (FIG. 3.5).

La flessione avvenuta nella prima parte di giugno è risultata quindi essere un episodio temporaneo, conseguente a un momento di grande incertezza nell'evoluzione dei tassi. Le voci di una possibile riduzione di mezzo punto del rendimento dei Fed funds e una certa ambiguità nelle dichiarazioni della BCE avevano infatti generato nel mercato l'aspettativa di una possibile ulteriore riduzione del Repo. Il movimento verso l'alto delle curve, che ha riguardato anche il loro tratto più lontano, è comunque coerente con la prospettiva di una prossima ripresa economica. Il tratto "lungo" delle curve ha però risentito anche dell'analogo e più significativo spostamento avvenuto negli USA, la cui ripresa economica è stimata più rapida e accentuata che in Europa.

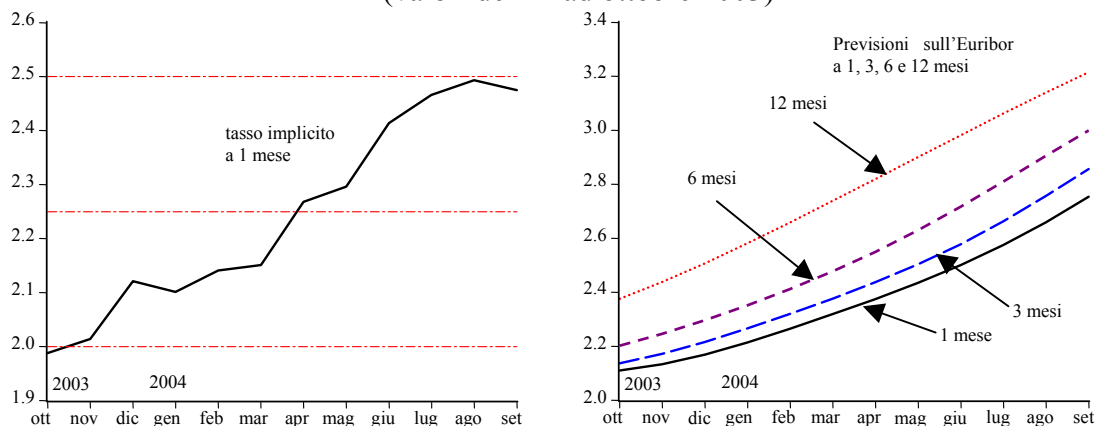
Per quanto riguarda invece il primo tratto della curva, quello delle aspettative a breve, dalla parte sinistra della FIG. 3.5 emerge chiaramente che, a parte la curva di giugno molto più bassa delle altre, le altre curve non appaiono molto lontane fra loro, e pertanto, fra quelle date, non vi sono stati grossi mutamenti nelle aspettative di breve periodo. Ad ottobre, comunque, si è rafforzata l'attesa di un aumento dei rendimenti a breve, in accordo con la previsione di una ripresa economica nel corso del 2004.

FIG. 3.5 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(aspettative sul futuro andamento dei tassi mensili)



Fonte: *Il Sole 24Ore*, dati del giorno 20 di ogni mese e nostre elaborazioni.

FIG. 3.6 – Aspettative sull’evoluzione dell’Euribor nei prossimi mesi
(valori del 24 ad ottobre 2003)



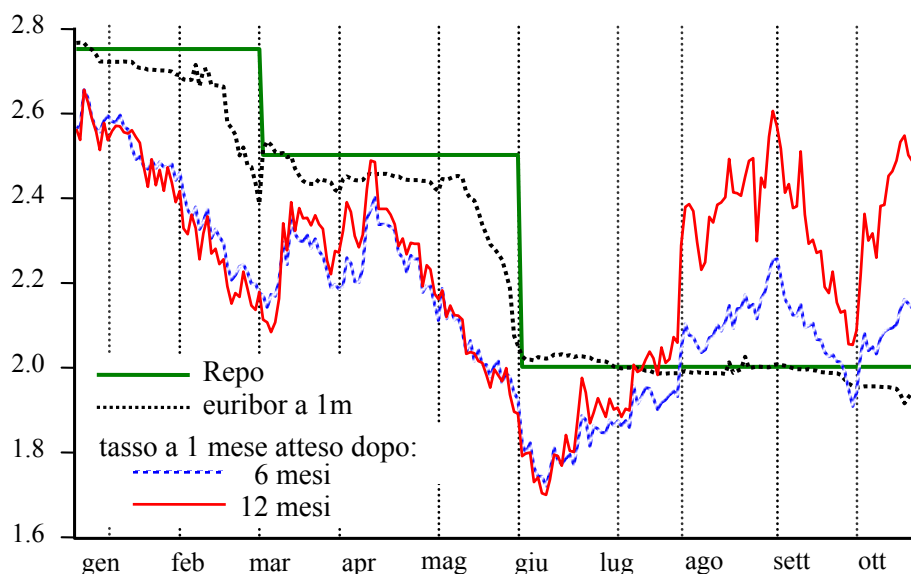
Fonte: *Il Sole 24Ore*, 24 ottobre 2003 e nostre elaborazioni.

Nota: Nella parte sinistra della figura, le aspettative sono ipotizzate uguali al tasso implicito (grezzo); per facilitare il confronto col Repo, il tasso implicito è stato ridotto di 0,13 punti base, corrispondenti al valore medio dello *spread* tra i due rendimenti.

La FIG. 3.6, che riporta un’elaborazione dei tassi impliciti mensili dell’Euribor, dimostra come sia ormai diffusa l’attesa di un aumento generalizzato dei rendimenti. La parte di sinistra della figura, che riporta ingrandito l’andamento del tasso implicito mensile “grezzo”, indica inoltre che il mercato si attende un aumento del Repo nel prossimo anno. L’attuale evoluzione attesa dei rendimenti mensili non risulta infatti compatibile con un valore del Repo fermo al 2% perché, a quel valore, il differenziale Euribor-Repo diventerebbe troppo elevato (circa il doppio del suo

massimo storico). E' quindi possibile già un primo ritocco tra la fine dell'inverno e l'inizio della prossima primavera.

FIG. 3.7 – Il Repo e l'evoluzione delle aspettative degli operatori (tassi impliciti dell'Euribor nel 2003)



Fonte: Treasury Management Database (sito internet <http://www.tmpages.com/tmp55.htm>) e nostre elaborazioni; dati giornalieri periodo: 2/1/2003-24/10/2003.

Nota: Le linee verticali indicano le riunioni del Consiglio direttivo; per facilitare il confronto col Repo, i tassi impliciti Euribor sono stati diminuiti di 0,13 (il valore medio dello *spread*).

Durante tutto il 2003, gli operatori, nei giorni precedenti le riunioni del Consiglio direttivo, hanno sempre anticipato correttamente le decisioni di politica monetaria (FIG. 3.7). I tassi mensili sono infatti scesi solo nei giorni che hanno preceduto le due riduzioni del Repo, anche se dal grafico risulta che a marzo la riduzione è stata un po' sopravvalutata (si veda il corrispondente picco dell'Euribor a 1 mese). Il grafico mostra anche come siano mutate le aspettative a 6 e 12 mesi dei tassi mensili³: fino a giugno gli operatori si attendevano una discesa dei rendimenti (i rendimenti attesi sono sotto il rendimento corrente); poi, da agosto, l'aspettativa è stata di un aumento. In entrambi i due periodi si osservano comunque alcune parziali controtendenze. La prima è stata a marzo, quando le aspettative al ribasso si erano ridimensionate dopo la riduzione del tasso ufficiale di 0,25 anziché di 0,50 punti; la seconda si è verificata nella seconda

³ Per semplicità non sono riportate le aspettative a 1 e 3 mesi, il cui andamento segue comunque la tendenza di quelle a 6 mesi.

metà di settembre, quando un'aspettativa di tassi stabili stava progressivamente soppiantando quella di un aumento. E' comunque interessante osservare che le principali variazioni delle aspettative sull'Euribor, e quindi anche sul Repo, sono quasi sempre avvenute in concomitanza con le riunioni del Consiglio direttivo: le decisioni di muovere o non muovere il tasso ufficiale e il tenore delle Conferenze stampa del Presidente sembrano aver esercitato un impatto significativo sulle opinioni del mercato.

I documenti ufficiali. Dopo le dichiarazioni un po' ambigue di giugno, che avevano contribuito ad alimentare l'aspettativa di un ulteriore ribasso del Repo, a partire da luglio le Conferenze stampa del Presidente hanno chiarito che nel breve periodo non erano previsti ulteriori ritocchi dei tassi ufficiali. Nei documenti è infatti riapparsa la famosa qualifica "*appropriate*"⁴, per definire lo stato della politica monetaria. Da luglio in poi i documenti ufficiali hanno anche sempre sottolineato che le prospettive sui prezzi sono "favorevoli" (*favourable*) e che i tassi ufficiali, sia nominali che reali, sono a un livello storicamente molto basso; si è inoltre cominciato a dare meno enfasi ai rischi al ribasso ("*downside risk*") e più spazio alla previsione di una ripresa nel 2004. A luglio, poi, Duisenberg, in risposta a una precisa domanda sull'argomento, ha sostenuto che la "forza" della politica monetaria era quella giusta e che si aspettava che così sarebbe rimasta per parecchio tempo. Quest'affermazione è stata ripresa a ottobre quando il Presidente ha affermato che, finché l'inflazione di medio periodo continua a rimanere inferiore ma prossima al 2%, l'attuale qualifica di "politica monetaria *appropriata*" può essere indefinitamente estesa nel tempo.

⁴ Il mancato utilizzo a giugno di questa parola chiave – che aveva contribuito a confondere il mercato e creato aspettative al ribasso – è stato fatto notare a Duisenberg durante la conferenza stampa di luglio. Il Presidente ha asserito che, comunque, aveva utilizzato la parola "*appropriate*" nella sua successiva testimonianza al Parlamento Europeo. Di questo fatto, però, non c'è traccia nei documenti ufficiali, ed è quindi probabile che a giugno effettivamente la BCE non avesse ancora opinioni ben definite e abbia preferito una posizione attendista. In ogni caso, a luglio, il Presidente ha sottolineato di aver deliberatamente ripreso l'uso dell'espressione *appropriate* ("Question: Mr. Duisenberg, how fair is it to say that you have become more optimistic over the last month about the recovery? And I ask that because you have included the word "appropriate" this time in the statement, but you did not do that last time around. ... Duisenberg: I did not use the word "appropriate" at the last press conference. I did use it in my testimony to the European Parliament, as you know, and we deliberately included it in today's Introductory Statement. That shows how confident we are that we are on the right track with our monetary policy stance. I can make no forecast about how long we will remain on that track, but I would expect us to be on it for a considerable time to come (Conferenza stampa del 10 luglio 2003).")

TAB. 3.2 – L’evoluzione dei principali indicatori per la politica monetaria

Variabili	Dati diffusi a metà mese					
	Mag	Giu	Lug	Ago	Sett	Ott
Repo	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Δ Repo	0,00	-0,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Δ% prezzi al consumo (inflazione)	2,10	1,90	2,00	1,90	2,10	2,10
Repo – inflazione	0,40	0,10	0,00	0,10	-0,10	-0,10
Δ% prezzi beni industriali (non energetici)	0,80	0,80	1,00	0,80	0,70	0,60
cambio \$/€	1,08	1,16	1,17	1,14	1,11	1,12
Δ% cambio \$/€	22,48	26,28	22,04	14,60	13,93	14,40
Δ% produzione industriale destag.	2,10	0,20	0,80	-1,30	-1,50	0,70
Δ% produzione manifatturiera	1,10	0,60	-0,30	-1,50	-2,00	0,60
Δ% PIL	1,30	0,80	0,80	0,80	0,40	0,20
Indice del clima economico	94,81	94,71	94,91	94,81	94,71	95,40
Δ% indice del clima economico	-1,01	-1,51	-1,11	-0,91	-0,71	-0,32
Ns. indice sintetico della capacità utilizzata (effettivo)	-0,73	-1,12	-0,99	-1,26	-1,31	-1,00
Ns. indice sintetico della capacità utilizzata (prospettico)	-0,83	-1,16	-1,03	-1,21	-1,33	-0,87

Nota: Le variazioni percentuali sono calcolate su base annua;

Fonte: BCE e nostre elaborazioni.

I principali indicatori e le previsioni del tasso ufficiale. L’evoluzione di alcuni dei principali indicatori per le decisioni di politica monetaria è riportato nella TAB. 3.2. La prima impressione che se ne ricava è che, effettivamente, il tasso ufficiale al netto dell’inflazione si trovi a un livello particolarmente basso, addirittura leggermente negativo, mentre di recente gli indicatori reali (a parte il PIL) sembrano dare qualche segnale di possibile uscita dalla crisi. A un’inflazione leggermente sopra il 2%, si contrappone una crescita dei prezzi dei “prodotti industriali non energetici” particolarmente bassa (sotto l’1%). In queste condizioni non si può che essere d’accordo con l’opinione della BCE che l’attuale livello dei tassi sia corretto. Questo significa che ulteriori riduzioni non sono per il momento proponibili e che, per un aumento, occorrerà attendere l’inizio della ripresa economica. Ovviamente il tutto dipenderà anche dall’andamento dell’inflazione.

Allo stesso risultato si arriva anche con una stima econometrica volta a determinare la probabilità che il tasso ufficiale rimanga costante, aumenti, o diminuisca, entro un certo numero di mesi. Le stime si basano sull’andamento degli indicatori economici della TAB. 3.2 e, per i prossimi mesi, associano la probabilità più elevata all’ipotesi di un Repo ancora fermo al 2% (TAB. 3.3).

TAB. 3.3 – Probabilità che entro il mese indicato il Repo sia diminuito, uguale o aumentato rispetto al suo attuale valore del 2%

Anno	Mese	diminuzione (a)	costante (b)	aumento (c)	(c)-(a)
2003	Nov.	0,00	0,99	0,00	0,00
	Dic.	0,01	0,94	0,05	0,03
2004	Gen.	0,05	0,89	0,06	0,01
	Feb.	0,05	0,84	0,10	0,05
	Apr.	0,11	0,64	0,25	0,13
	Mag.	0,13	0,47	0,40	0,26

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE

Anche se occorre sottolineare che la capacità previsiva del modello non è molto elevata per un l'orizzonte superiore ai 3-4 mesi, è interessante notare che, in ogni caso, i dati segnalano comunque un progressivo incremento della probabilità di aumento del Repo.

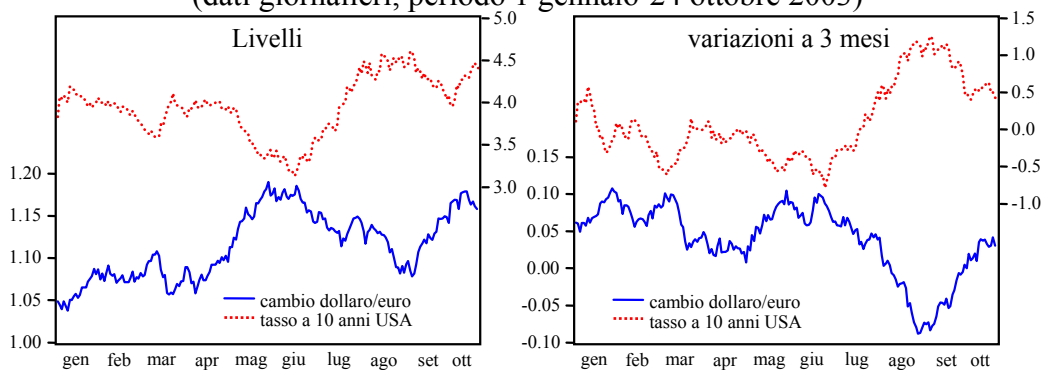
Tenendo presenti l'evoluzione della curva dei tassi impliciti, le dichiarazioni ufficiali della BCE e le stime econometriche di breve periodo, si può ipotizzare che il Repo rimarrà fermo al 2% nei prossimi mesi e che un eventuale suo aumento di 0,25 punti non dovrebbe verificarsi prima dell'aprile del prossimo anno. Ovviamente quest'affermazione va intesa solo come indicativa data anche l'incertezza che ancora pesa sulle previsioni della crescita economica nella zona Euro.

Il cambio. A partire da giugno l'euro è rimasto forte nei confronti del dollaro; nelle ultime settimane è ulteriormente salito, raggiungendo il livello di 1,1786 (al 24 ottobre 2003). L'indebolimento del dollaro è avvenuto anche rispetto alle altre principali valute ed è coerente con una reazione al cattivo andamento della bilancia dei pagamenti americana e al suo lungo periodo di deficit commerciale che ha spinto a valori eccezionali l'indebitamento verso l'estero. A questo si può aggiungere che un dollaro debole rappresenta anche un vantaggio per l'economia americana, dal momento che lo stimolo esterno si somma agli effetti delle politiche monetarie e fiscali, per altro già molto più espansive che in Europa. D'altra parte, diverse controindicazioni che in altri paesi deriverebbero da un deprezzamento della valuta non valgono nel caso americano: le materie prime (petrolio in particolare) sono comunque quotate in dollari e, nel breve periodo, l'effetto inflazionistico della discesa del dollaro è modesto. Inoltre, anche il debito con l'estero USA è quasi tutto denominato in dollari e un

deprezzamento della valuta nazionale non accresce, come in altri paesi (Argentina per esempio, la cui moneta è il peso, ma il cui indebitamento è in buona parte in valuta estera), il valore dell'indebitamento.

Se questo vale per la “tendenza” dell'andamento del cambio, le oscillazioni di breve periodo risultano invece molto sensibili anche alla convenienza ad investire in attività americane. In particolare, al momento (FIG. 3.8), è molto forte la correlazione (negativa) tra movimenti del cambio dollaro/euro e dei tassi a lunga USA: al crescere dei secondi si riduce il primo e viceversa. Permane invece ancora bassa la correlazione tra il cambio e l'indice di borsa USA, che tornerà ad acquistare la sua rilevanza solo quando i risparmiatori esteri riprenderanno ad interessarsi agli investimenti di capitale.

FIG. 3.8 – Andamento del cambio dollaro/euro e dei tassi a lunga USA
(dati giornalieri, periodo 1 gennaio-24 ottobre 2003)



Fonte: BCE e FED.

Va comunque osservato che la correlazione tra il cambio e i tassi a lunga americani è molto più elevata di quella tra il cambio e il *differenziale* tra i tassi a lunga americani ed Europei. Di nuovo si conferma l'ipotesi che il cambio dollaro/euro sia molto più sensibile a quanto accade in America che a quello che si verifica in Europa.

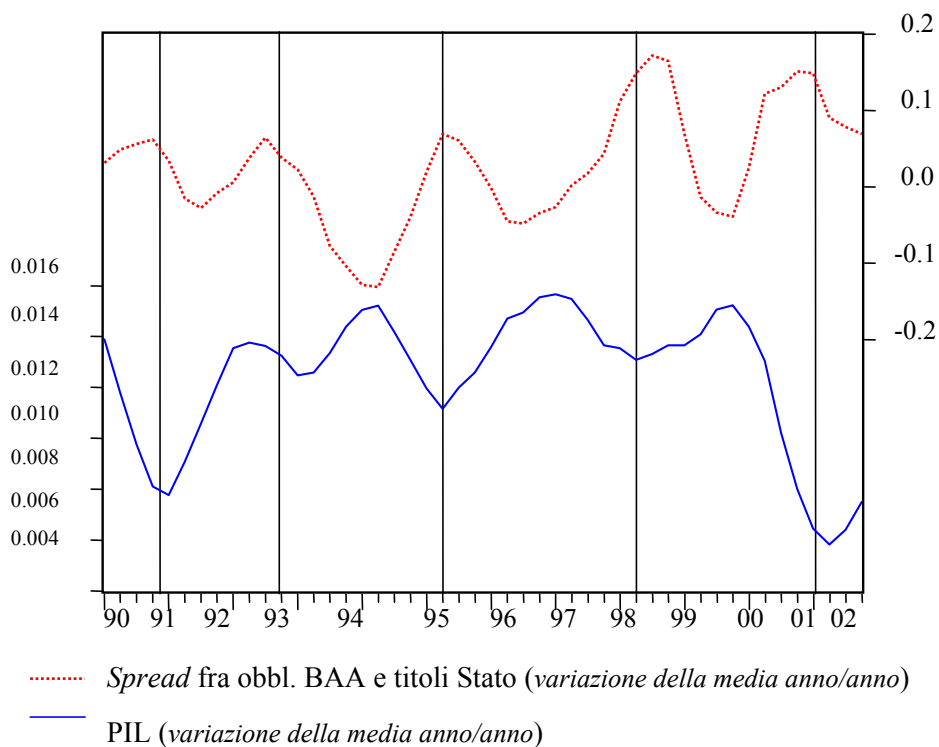
3.3 I tassi *corporate*: recenti andamenti*

Le obbligazioni emesse dalle imprese, i cosiddetti *corporate bonds*, stanno diventando sempre più diffuse anche in Europa, sia come fonte di finanziamento

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

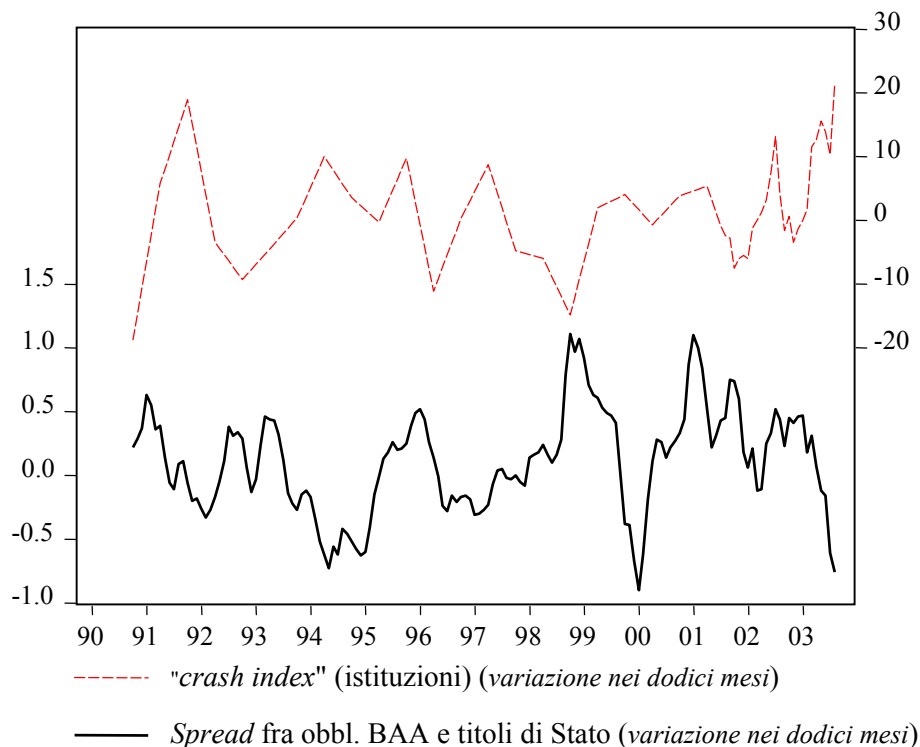
delle imprese, sia come impiego alternativo ai titoli di Stato e alle altre forme d'investimento. Di fronte a una maggiore rischiosità, essi offrono infatti un rendimento più elevato degli analoghi titoli di Stato. Lo *spread* tra i rendimenti *corporate* e di titoli di Stato non è costante, ma varia in relazione al diverso rischio di insolvenza (solitamente sintetizzato dal *rating* dato all'emittente da agenzie specializzate), alla scadenza dell'obbligazione, alla localizzazione dell'emittente, alla valuta in cui sono emesse, al settore produttivo e, ovviamente, all'andamento congiunturale e alle prospettive economiche delle imprese emittenti. In questo modo, il loro rendimento è influenzato sia dai titoli di Stato che da alcuni fattori propri delle azioni. La FIG. 3.9a segnala una correlazione negativa tra *spread* dei rendimenti *corporate* sui titoli di Stato e PIL. La FIG. 3.9b mostra inoltre l'esistenza di una correlazione inversa tra tale *spread* e il cosiddetto "crash index", un indice che misura la fiducia che non ci saranno crolli borsistici nei successivi 6 mesi.

FIG. 3.9a – Variazione dello *spread* tra *corporate* BAA e titoli di Stato e crescita del PIL



Fonte: Fed.

FIG. 3.9b – Variazione dello *spread* tra *corporate* BAA e titoli di Stato e variazione del *crash index*



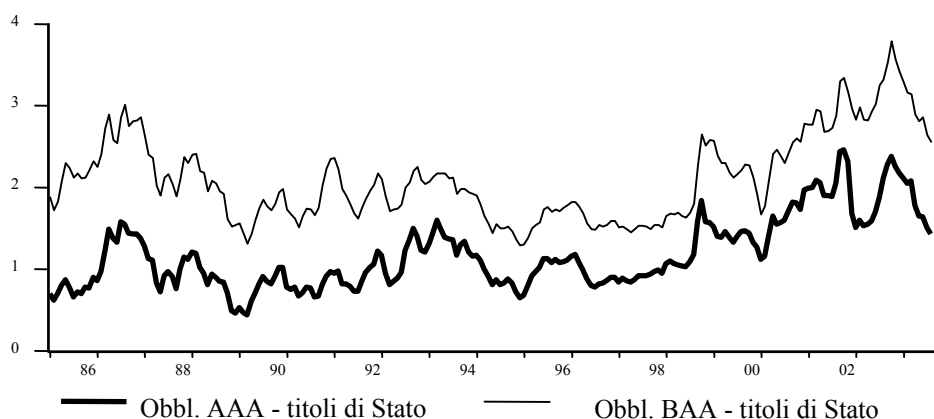
Fonte: Fed.

L'analisi economica degli *spread* è tuttavia complessa poiché richiede il coinvolgimento di numerosi fattori, tra cui (a) le modalità (e l'efficienza!) con cui le agenzie di *rating* formano i loro giudizi, (b) l'andamento dei rischi d'insolvenza in relazione al *rating* e alla congiuntura economica, (c) gli *upgrading* e i *downgrading* del *rating*, (d) l'impatto della scadenza dei titoli sul livello di rischio, (e) il legame tra il rischio e lo *spread*, ecc.. Gli elementi sopracitati meritano un'analisi approfondita che viene rinviata a un apposito capitolo del prossimo numero di *Osservatorio*.

Negli ultimi trimestri, comunque, il comparto dei *corporate bonds* ha attraversato un periodo positivo, con un restringimento generalizzato dei loro *spread* rispetto ai titoli di Stato (FIG. 3.10). Il differenziale di rendimento ha beneficiato del miglioramento del panorama macroeconomico e dell'azione di ristrutturazione aziendale – con particolare riferimento alla riduzione dei costi – posta in essere dalle imprese statunitensi ed europee. Nel corso dell'ultimo anno si

è infatti registrato un progressivo miglioramento della qualità del credito in tutti i settori e classi di *rating*.

FIG 3.10 – Andamento dello *spread* tra i rendimenti delle obbligazioni *corporate* AAA e BAA e i titoli di Stato USA
(dati mensili; periodo: gennaio 1985-agosto 2003)



Fonte: Fed.

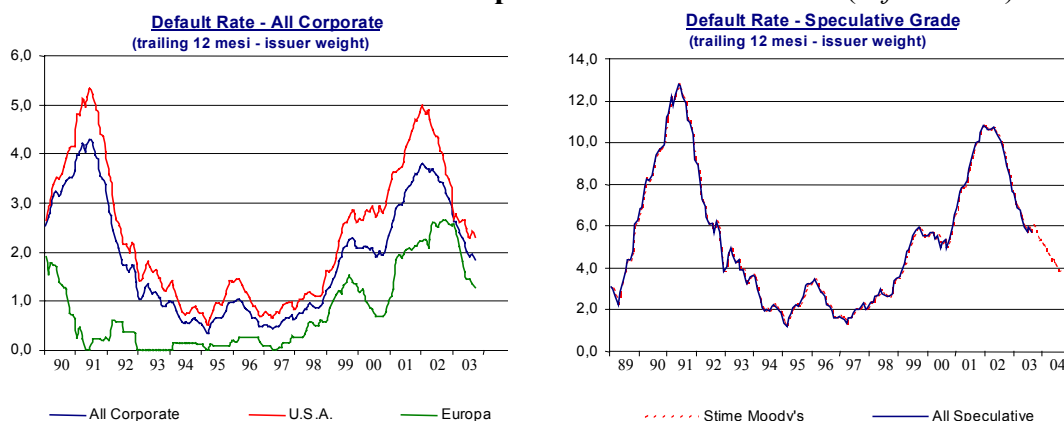
Tale miglioramento segue un periodo di forte deterioramento della qualità delle obbligazioni *corporate*: le difficoltà dello scenario macroeconomico – culminate nella contrazione del PIL USA nei primi tre trimestri del 2001 e nella perdurante stagnazione dell'area euro – si erano infatti riflesse negativamente sulle insolvenze. Lo scorso anno il *default rate* (fonte Moody's) aveva raggiunto il massimo dell'ultimo decennio, avvicinandosi al 4% di tutte le emissioni *corporate*, e tale valore raggiunge addirittura l'11% se si considerano le obbligazioni con *rating* inferiore all'*investment grade*. Nel contempo risulta particolarmente intensa l'attività di revisione dei *rating*; negli ultimi dodici mesi è stato modificato più del 25% dei giudizi sulle imprese statunitensi ed europee, con prevalenza di *downgrade*.

Il consolidamento della ripresa economica negli USA – nonché i benefici derivanti dalla flessione del rendimento generalizzato dei tassi d'interesse – hanno favorito l'inversione della tendenza del *default rate*, il quale, dalla seconda metà del 2002, si è progressivamente ridotto, prima negli Stati Uniti ed in seguito anche in Europa⁵ (FIG. 3.11).

⁵ Dov'è peraltro tradizionalmente minore per la minor concorrenza tra le imprese e i maggiori interventi di salvataggio.

I progressi registrati sul piano macroeconomico a livello mondiale stanno infatti favorendo un'ulteriore riduzione del *default rate*: per i prossimi 12 mesi, la stessa Moody's si attende, nel caso dei titoli con rating inferiore all'*investment grade*, una progressiva flessione delle insolvenze dall'attuale 5,72% al 3,86%.

FIG. 3.11 – Andamento della percentuale di insolvenze (*default rate*)



Fonte: Moody's e Datastream.

Il panorama sopra descritto – che vede dei progressi sul fronte macroeconomico e su quello del *default rate* – ha favorito, come già accennato in precedenza, anche la progressiva riduzione degli *spread* dei *corporate bonds* rispetto ai titoli di Stato. Si notano però delle differenze in relazione alla divisa di denominazione dei titoli, al settore economico, alla classe di *rating* e alla scadenza delle obbligazioni: in generale la flessione degli *spread* ha caratterizzato soprattutto le classi di *rating* meno elevate e le scadenze più lontane.

Per quanto riguarda la valuta, risulta che la riduzione degli *spread* è stata maggiore per le obbligazioni in dollari che per quelle in euro: circa 10 punti base nel caso delle obbligazioni “AAA” ed “AA”, e ancora di più per le emissioni con rating “A” e “BBB”.

Per quanto riguarda invece i settori di appartenenza degli emittenti dei *corporate bonds*, nostre elaborazioni di dati forniti da Bloomberg e JP Morgan mostrano un forte rallentamento della tendenza al ribasso nei comparti a più basso *spread*, mentre è proseguita negli altri comparti.

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

Il secondo quadrimestre del 2003 si è caratterizzato per la continua crescita del volume dei prestiti erogati dal sistema bancario – che in agosto hanno registrato un'ulteriore accelerazione – e, dall'altro lato, per l'attenuazione della dinamica espansiva della raccolta bancaria. Si rileva inoltre che da inizio anno c'è stata un'accelerazione della crescita dei crediti in sofferenza.

Nel periodo in esame è proseguita la riduzione dei tassi di interesse bancari, anche se verso la fine del quadrimestre i tassi attivi e passivi praticati dalle banche sugli strumenti a medio-lungo termine hanno mostrato una tendenza al rialzo. Complessivamente il costo della provvista ha toccato nuovi minimi storici, diminuendo di 22 centesimi di punto; il tasso medio stimato per il complesso degli impieghi è sceso di 26 centesimi di punto.

Gli impieghi. La ripresa della dinamica dei prestiti bancari in Italia, avviatasi all'inizio del 2003, è proseguita anche nel secondo quadrimestre. Dopo avere fatto registrare una leggera flessione nel mese di maggio, il tasso di variazione annuo per il totale dei prestiti erogati dalle banche italiane ha continuato a crescere raggiungendo il 7,3% nel mese di agosto (TAB. 3.4). E' da rilevare la differenza nell'andamento dei prestiti in Italia rispetto a quanto avviene in Europa, ove, come già ricordato, la dinamica dei prestiti è in calo. Confermando una tendenza in essere da ormai quasi due anni, la dinamica dei prestiti in Italia non ha però interessato nello stesso modo le diverse componenti: se infatti gli impieghi a medio-lungo termine sono cresciuti nel quadrimestre a tassi medi pari a circa il 12% – sfiorando il 13% in agosto – gli impieghi a breve termine sono stati interessati da una tendenziale stabilità. Alla fine del quadrimestre la componente a medio-lungo termine del portafoglio prestiti rappresentava oltre il 55% di quest'ultimo. Le ragioni di questo diverso andamento sono da ricercare nella attuale situazione macroeconomica e nelle aspettative di famiglie e imprese. Se, da un lato, il basso costo del denaro spinge le famiglie a indebitarsi principalmente per l'acquisto e la ristrutturazione di immobili e i provvedimenti di natura fiscale inducono le imprese a effettuare investimenti a medio termine, dall'altro lato, le ancora incerte

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

previsioni sull'attesa ripresa economica influenzano negativamente la domanda di credito a breve termine.

La qualità del portafoglio prestiti delle banche italiane resta complessivamente sotto controllo, così come conferma il rapporto tra le sofferenze e il totale dei prestiti che rimane stabile al 4,5%. Tuttavia, si rileva da inizio anno un'accelerazione della crescita dei crediti in sofferenza, che in luglio raggiunge il +6,0% tendenziale, e che solo in parte può essere imputata alla stasi delle cartolarizzazioni di prestiti non *in bonis*. L'incremento generalizzato del profilo di rischio di talune imprese si riflette altresì sull'entità degli strumenti obbligazionari detenuti dalle banche, che cresce più lentamente di quanto registrato nel precedente quadrimestre (+6,1% a luglio contro +9,6% ad aprile).

TAB. 3.4 – Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane

		Impieghi				Portafoglio titoli	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato italiani	Altri titoli
			Totali	a breve	a M/L		
2002	Gen	6,5	7,7	6,0	9,6	-5,5	4,4
	Mag	6,5	6,9	2,7	11,2	-5,6	17,6
	Set	4,9	5,0	-0,5	10,6	-13,7	18,5
2003	Gen	6,8	6,0	0,5	11,6	-20,9	17,3
	Mag	5,8	5,7	-0,5	11,4	-21,4	8,5
	Giu	6,4	6,2	0,8	11,4	-17,0	4,7
	Lug	6,4	6,1	-0,8	12,5	-11,1	6,1
	Ago	7,3	7,1	0,7	12,9	-	-

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

La raccolta. Il basso livello dei tassi di interesse e il clima di incertezza sui mercati finanziari ha influenzato anche in questo quadrimestre l'andamento della raccolta. Il ritmo di crescita dei depositi a vista è difatti ulteriormente aumentato e ha raggiunto a fine agosto quasi il 12% (TAB. 3.5). Viceversa, le obbligazioni, e cioè l'altra componente della raccolta che nei mesi scorsi ne aveva sostenuto la dinamica di crescita, ha fatto registrare tassi di variazione molto più contenuti che in passato (ad agosto pari al +6% che si confronta con il +10,6% di un anno prima). Tuttavia, l'incidenza degli strumenti a medio-lungo termine sul totale della raccolta diretta si mantiene intorno al 36%: non ci sono quindi problemi di

mismatching di scadenze. Infine, si rileva il contributo negativo alla crescita della raccolta dato dai pronti contro termine che si sono ridotti a tassi superiori al 18%.

Prosegue anche la riduzione del volume della raccolta indiretta (-5% ad agosto); sembra tuttavia che, soprattutto per la componente relativa al risparmio gestito, si sia raggiunto un punto di svolta e che la tendenza alla contrazione di questi aggregati sia ormai esaurita: per il futuro ci si attende pertanto una graduale ripresa.

TAB. 3.5 – 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			Totali	di cui gestita:
2002 Gen	7,1	11,4	-11,1	3,1	3,1	11,1	8,5	8,7	-12,5
Mag	7,6	11,4	-11,7	8,7	2,8	11,2	8,8	8,7	-12,8
Set	7,0	8,9	-8,5	9,4	6,2	10,8	8,3	7,8	-15,0
2003 Gen	5,6	7,7	-13,9	6,9	6,6	9,3	6,9	-3,4	-10,9
Mag	4,4	9,4	-12,1	5,6	-11,7	7,6	5,5	-5,1	-6,3
Giu	4,6	10,4	-9,5	5,3	-17,8	6,1	5,1	-4,9	-3,2
Lug	4,1	10,3	-11,0	5,6	-18,5	6,3	4,9	-4,9	-1,0
Ago	4,8	11,7	-12,5	6,1	-18,7	6,0	5,3	-	-

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

Tassi attivi. Anche nel secondo quadrimestre del 2003 è proseguita la riduzione dei tassi di interesse bancari, in sintonia con l'orientamento espansivo della politica monetaria e la diminuzione dei rendimenti di mercato (TAB. 3.6). Il tasso medio stimato per il complesso degli impieghi⁶ è sceso di 26 centesimi di punto, toccando il minimo storico del 4,61%. La tendenza al ribasso, che riflette il non positivo momento economico, appare tuttavia vicina a un suo punto terminale, anche in relazione all'impostazione della politica monetaria che lascia poco spazio al formarsi di aspettative di ulteriori riduzioni dei tassi di intervento.

Dall'esame della struttura per scadenza, nel periodo in esame, si segnala la flessione di 38 centesimi del rendimento medio degli impieghi a breve termine, sceso, in agosto, sino al 4,79%. La stima preliminare dell'ABI, relativa al mese di settembre, pari al 4,78%, suggerisce l'inizio di una fase di consolidamento sui

⁶ Media ponderata con i rispettivi volumi tra tasso sugli impieghi in euro a breve e tasso sugli impieghi in euro a medio-lungo termine.

minimi raggiunti ed evidenza che il taglio del tasso di *policy* di 50 punti, effettuato in giugno, è stato incorporato per poco più del 70% nel prezzo medio del credito a più breve scadenza. Il relativo ritardo nell'adeguamento alle variazioni delle condizioni del mercato monetario si è tradotto in un iniziale ampliamento del *mark-up*, peraltro poi rientrato tra luglio e agosto. Un tale andamento, accompagnato anche dalla sostanziale stabilità, nei mesi estivi, del differenziale tra tasso medio e tasso minimo, sembrerebbe indicativo di un atteggiamento più fiducioso delle banche circa gli sviluppi della congiuntura rispetto ai primi quattro mesi dell'anno. Tale tendenza alla stabilità emerge anche dalle risposte alla rilevazione di luglio sulle condizioni creditizie nell'eurozona, condotta dalla BCE su un esteso campione di banche.

TAB. 3.6 – Tassi attivi (sui crediti in euro)

	A breve			A medio-lungo			
	c/c	Min.	Medio	sulle consist.	sulle nuove erogazioni		
					alle imprese	alle famiglie	
2002 Gen	6,73	3,51	5,83	5,61	4,59	6,00	
Mag	6,68	3,50	5,76	5,49	4,80	5,92	
Set	6,71	3,49	5,76	5,42	4,81	5,79	
2003 Gen	6,56	3,15	5,54	5,05	4,39	5,50	
Mag	6,32	2,72	5,15	4,80	3,87	5,26	
Giu	6,22	2,60	5,06	4,69	3,77	5,08	
Lug	6,05	2,41	4,89	4,48	3,72	4,79	
Ago	5,93	2,34	4,79	4,46	4,03	4,93	
30-ago-03	5,88	2,32	4,77				
10-set-03	5,91	2,32	4,79				
20-set-03	5,89	2,33	4,79				

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

Il tasso medio sui prestiti a più lunga scadenza ha registrato un andamento analogo a quello a breve termine, scendendo, nel corso del quadrimestre in esame, al 4,46% dal 4,86% dello scorso aprile. I tassi praticati dalle banche sulle nuove erogazioni a medio-lungo termine hanno invece mostrato verso la fine del quadrimestre una tensione al rialzo, in sintonia anche con la risalita estiva dei tassi del mercato obbligazionario: dopo avere raggiunto valori minimi nel mese di luglio (3,72%) il tasso alle imprese è salito ad agosto sino al 4,03%, quello alle famiglie ha raggiunto nello stesso mese il 4,93%. Il permanere del costo del

denaro per il settore privato su livelli storicamente bassi, anche in termini reali, contribuisce a mantenere elevata la preferenza per l'indebitamento bancario a lunga scadenza, come attestato anche dal trend in rapida ascesa della domanda di finanziamenti con scadenza superiore ai cinque anni da parte delle imprese.

Tassi passivi. In analogia con la dinamica degli interessi sui prestiti, il costo della provvista ha toccato nuovi minimi storici nel quadrimestre conclusosi ad agosto. L'intensità di discesa dei tassi passivi è stata, come nei mesi precedenti, più moderata rispetto a quella registrata dal lato dell'attivo a motivo della già bassa remunerazione di partenza dei depositi, che ha compresso gli spazi di manovra da parte delle banche.

TAB. 3.7 – Tassi passivi

	Depositi (in euro)				Obbligazioni	
	c/c	CD	Max Depositi	Medio Depositi	Medio consist.	Emissioni Tasso fisso
2002 Gen	1,37	3,15	3,42	1,45	4,20	3,75
Mag	1,40	2,88	3,32	1,46	4,06	4,03
Set	1,38	2,81	3,30	1,44	4,03	3,54
2003 Gen	1,15	2,66	2,96	1,20	3,81	3,23
Mag	0,98	2,33	2,59	1,03	3,61	2,89
Giu	0,90	2,26	2,45	0,94	3,54	2,93
Lug	0,77	2,18	2,24	0,82	3,50	3,11
Ago	0,76	2,09	2,16	0,81	3,41	2,94
30-ago-03	0,76	2,05	2,16	0,81		
10-set-03	0,77	2,01	2,15	0,81		
20-set-03	0,77	2,00	2,14	0,81		

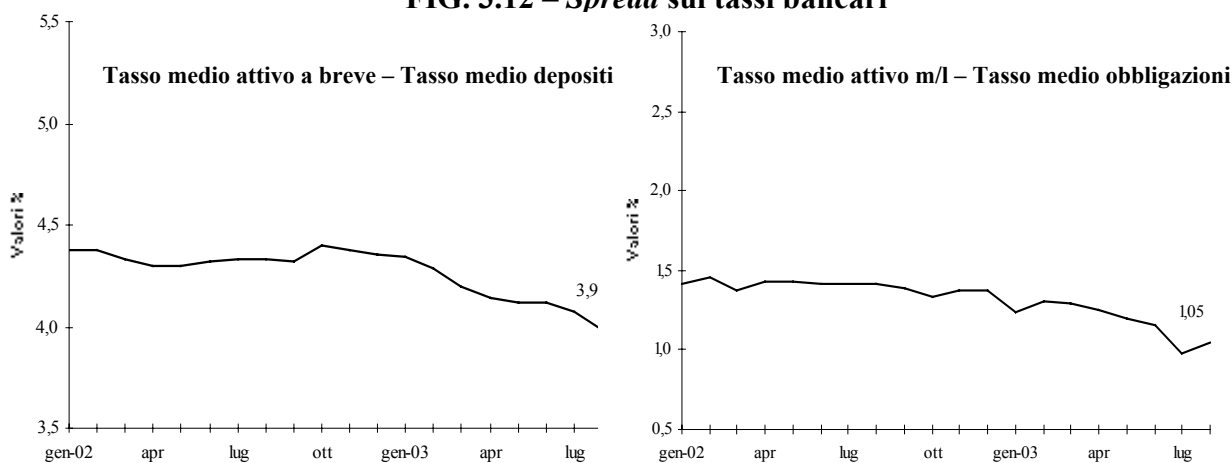
Fonte: Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico*.

Più in dettaglio, il tasso mediamente corrisposto dalle banche sul totale dei depositi è sceso in agosto allo 0,81%, con un calo di 22 centesimi rispetto alla fine di aprile (TAB. 3.7). Nello stesso periodo, la remunerazione dei depositi della clientela migliore ha registrato un calo molto più consistente della media, cedendo 45 punti base e portando lo scarto rispetto al medio depositi a 135 punti base (erano 183 a fine 2002). Le anticipazioni dell'ABI sul mese di settembre confermerebbero il consolidamento del tasso medio sui depositi sul livello del mese precedente.

In parallelo, il tasso sulle obbligazioni in essere si è ridotto nel quadrimestre di 20 centesimi, fino al 3,41%, mentre quello sulle nuove emissioni a tasso fisso è risalito, rispetto ad aprile, al 2,94%, per effetto del già menzionato rialzo del segmento a lungo termine della curva dei rendimenti.

Alla fine del secondo quadrimestre si stima pertanto un costo medio della raccolta⁷ pari all'1,83%, in flessione di 22 centesimi rispetto ad aprile.

FIG. 3.12 – Spread sui tassi bancari



Gli spread. Per effetto delle dinamiche dei tassi attivi e passivi, la forbice complessiva⁸ con clientela ordinaria è scesa in agosto al livello record di 2,78%. La sua componente a breve termine (tasso attivo a breve – tasso depositi), è passata, tra aprile ed agosto, dal 4,14 al 3,98%, mentre quella a più lunga scadenza (tasso attivo a medio-lungo – obbligazioni) ha ceduto 20 centesimi, fino all'1,05% (FIG. 3.12).

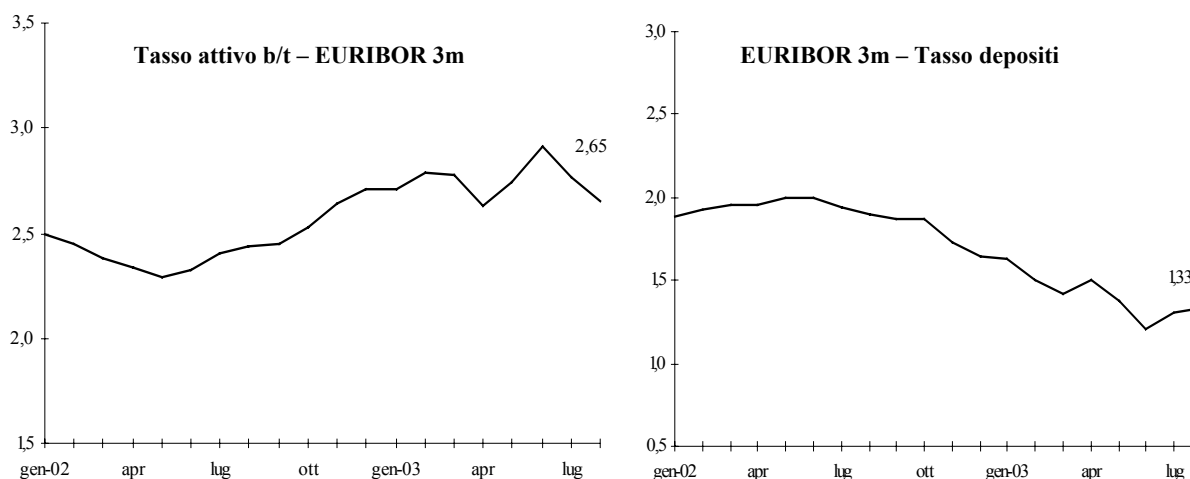
Con riguardo, infine, alla contribuzione unitaria dell'attività di prestito (*mark-up*), nel corso del quadrimestre si segnala un andamento alterno che ha risentito della strutturale minore velocità di discesa dei tassi bancari rispetto ai tassi del mercato monetario: dopo una fase di rialzo, culminata con il 2,91% di giugno, il *mark-up* sull'euribor 3m è infatti ridisceso, nei successivi due mesi, al

⁷ Media ponderata con i rispettivi volumi tra tasso sui depositi in euro e tasso sulle obbligazioni in essere.

⁸ Differenza tra rendimento medio degli impieghi (cfr. nota 6) e costo medio della raccolta (cfr. nota 7).

2,65%. Il *mark-down* ha invece mostrato, nel quadrimestre, trend di riduzione abbastanza uniforme, fino all'1,33% di agosto (FIG. 3.13).

FIG. 3.13 – *Mark up e Mark down* dei tassi bancari



3.5 Le previsioni dei tassi bancari*

Da gennaio a maggio l'andamento dei tassi bancari a breve, sia attivi che passivi, è risultato in flessione e in linea con le previsioni del precedente *Osservatorio* (TAB. 3.8). Questa sostanziale convergenza è dovuta al fatto che, pur avendo scelto un profilo "basso" per le previsioni dell'Euribor, fino ad ottobre/novembre non erano comunque previste variazioni del Repo, e, di conseguenza, le previsioni dei rendimenti a 1 e 3 mesi del mercato monetario sono risultate in linea con i valori effettivi.

Relativamente elevato è stato invece l'errore commesso nella stime del rendimento delle obbligazioni (mezzo punto), il cui rendimento è risultato in crescita anziché in diminuzione. L'errore è solo in parte giustificato (per 0,26 punti) dall'aver adottato una ipotesi "conservatrice" sull'evoluzione dei tassi di mercato. Per il resto, si deve tenere presente che i tassi delle obbligazioni bancarie, così come rilevati dalla Banca d'Italia, possono riferirsi a titoli con caratteristiche anche molto diverse nei diversi periodi considerati (diversa durata, cedola, ecc.). Ci sono quindi irregolarità nel loro andamento che, riguardando diversità nelle caratteristiche del titolo, non possono essere previste attraverso

* A cura di G. Verga.

stime econometriche. In ogni caso, prossimamente la Banca d'Italia fornirà nuove serie dei tassi bancari e occorrerà rivedere tutti i metodi di stima.

TAB. 3.8 – Andamento dei tassi bancari fra maggio e agosto 2003

2003		Euribor		Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD sotto i 6 mesi	Obbligazioni bancarie a cedola fissa
		1m	3m				
mag	effettivo	2,52	2,40	5,15	0,98	1,85	2,89
ago	effettivo	2,12	2,14	4,79	0,76	1,53	2,94
ago	ns. stima	2,12	2,07	4,75	0,74	1,51	2,44
	effettivo - stima	0,00	-0,04	-0,04	-0,02	-0,02	-0,50

Fonte: Banca d'Italia e Osservatorio Monetario 2/2003.

Le nuove previsioni per fine anno. L'ipotesi base delle previsioni è che il Repo rimanga al 2% per tutto il 2003 e per i primi mesi del 2004, subendo un aumento di 0,25 a luglio 2004. Da questa ipotesi sono stati derivati i rendimenti attesi dell'Euribor a 3 e 12 mesi, che sono i tassi di mercato che entrano nelle stime dei tassi bancari. I risultati delle varie stime sono riportati nella TAB. 3.9.

TAB. 3.9 – Tassi di mercato, tassi bancari e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti al 24-10-2003)

Mese	Repo (media mensile)	Euribor			Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Obbl. bancarie
		1m.	3m.	12m.					
2003 ago	2,00	2,12	2,14	2,28	3,94	4,79	0,76	1,53	2,94
set	2,00	2,13	2,15	2,29	3,90	4,77	0,74	1,56	2,96
ott	2,00	2,10	2,12	2,28	3,96	4,75	0,73	1,58	3,01
nov	2,00	2,13	2,16	2,35	4,04	4,72	0,71	1,61	3,03
dic	2,00	2,17	2,20	2,43	4,13	4,72	0,70	1,63	3,04
2003 gen	2,00	2,20	2,23	2,28	4,18	4,73	0,70	1,66	3,06
feb	2,00	2,22	2,27	2,50	4,21	4,73	0,70	1,68	3,08
mar	2,00	2,27	2,32	2,60	4,29	4,75	0,70	1,71	3,14

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

Lo scenario che emerge è che la discesa dei tassi bancari a breve si sta arrestando e, nei primi mesi del 2004 cominceranno ad apparire i primi segni di ripresa. I rendimenti della raccolta a medio termine (CD oltre i 18 mesi e obbligazioni bancarie) dovrebbero invece continuare la loro attuale tendenza all'aumento.

4. L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NEL DECENNIO 1993-2002*

Il presente capitolo propone una serie di informazioni statistiche e qualche commento ai dati che illustrano l'evoluzione del sistema bancario italiano nel periodo 1993-2002. In questo periodo il sistema bancario ha dovuto adattarsi ad uno scenario nuovo caratterizzato da un livello di tassi d'interesse storicamente molto basso, a profili di sviluppo dell'economia reale molto modesti ed ha dovuto prendere atto del mutato atteggiamento del potere politico in materia di assetti proprietari.

L'analisi che segue tratta brevemente di alcuni caratteri del sistema bancario quali il processo di concentrazione, la formazione dei gruppi, l'aumento degli sportelli e il grado di concorrenza. Ripercorre poi l'andamento delle principali componenti del conto economico, la ricomposizione dei ricavi, i costi (il *cost income ratio*) e la redditività.

Tratta infine degli indicatori di rischiosità (le sofferenze) e del grado di solvibilità (il capitale regolamentare). Qualche dato riporta all'attenzione i divari tra Centro-Nord e Mezzogiorno.

I dati utilizzati – aggregati – sono quelli resi disponibili nella Relazione annuale della Banca d'Italia (anni vari).

4.1 La struttura del sistema bancario italiano

Il processo di concentrazione. Gli anni Novanta hanno visto un intenso processo di concentrazione del sistema bancario italiano; ciò è avvenuto in sintonia con analoghi sviluppi nel resto d'Europa. Nel decennio compreso tra il 1993 ed il 2002, sono state realizzate in Italia ben 500 operazioni di concentrazione; esse hanno interessato quasi la metà del settore bancario, adottando come misura i fondi intermediati dagli istituti coinvolti. Dalla TAB. 4.1 emerge anche come l'attività di fusione e acquisizione sia stata costante durante tutto il periodo, fatta eccezione per il triennio 1998-2000, durante il quale è stata particolarmente intensa.

* A cura di A. Baglioni e G. Petrella.

TAB. 4.1 – Operazioni di concentrazione

	Fusioni e incorporazioni ⁽¹⁾		Acquisizioni ⁽¹⁾ (della maggioranza del capitale)	
	Numero di operazioni	Fondi intermediati ⁽²⁾	Numero di operazioni	Fondi intermediati ⁽²⁾
1993	38	0,63	6	1,5
1994	42	1,59	10	1,9
1995	47	1,57	19	4,5
1996	37	0,47	19	1,08
1997	24	0,80	18	3,42
1998	27	2,65	23	11,02
1999	36	0,39	28	14,35
2000	33	1,50	24	4,86
2001	31	0,08	9	1,55
2002	18	0,06	11	4,94
Totale	333	9,67	167	36,79

Note: ⁽¹⁾ Escluse le operazioni infragruppo, ⁽²⁾ In percentuale dell'intero sistema; il totale è calcolato sui fondi intermediati al 31 dicembre 1992.

Il risultato di questo intenso processo di consolidamento è stata una netta riduzione del numero di banche operanti in Italia. Come si vede nella TAB. 4.2, nell'arco di un decennio tale numero è calato di oltre il 20% (da oltre 1.000 a poco più di 800). Approfondendo l'analisi a livello di singole categorie, si nota come il numero di banche costituite in forma di società per azioni sia aumentato nello stesso periodo, a fronte di un vistoso calo del numero di banche popolari e di credito cooperativo. Vi è da ritenere che queste evoluzioni siano in parte da ricondurre al cambiamento di categoria giuridica di alcuni istituti, che sono stati trasformati in società per azioni.

TAB. 4.2 – Struttura del sistema: banche e sportelli operanti in Italia

	1993		2002	
	Numero banche	Numero sportelli	Numero banche	Numero sportelli
Banche Spa	225	15.961	253	22.924
Banche Popolari	100	3.896	40	3.704
BCC	671	2.226	461	3.192
Filiali banche estere	41	50	60	106
Totale	1.037	22.133	814	29.926

In effetti, il processo di concentrazione non si è limitato ad alcune importanti operazioni, che hanno coinvolto gli istituti di maggiore dimensione; esso ha interessato anche le banche più piccole. In particolare, se si guarda al

numero di operazioni effettuate (FIG. 4.1a), una quota consistente di esse è avvenuta nel settore delle banche di credito cooperativo. Tuttavia, il valore complessivo di queste operazioni è di scarso rilievo (FIG. 4.1b).

FIG. 4.1a – Fusioni e incorporazioni: numero di operazioni

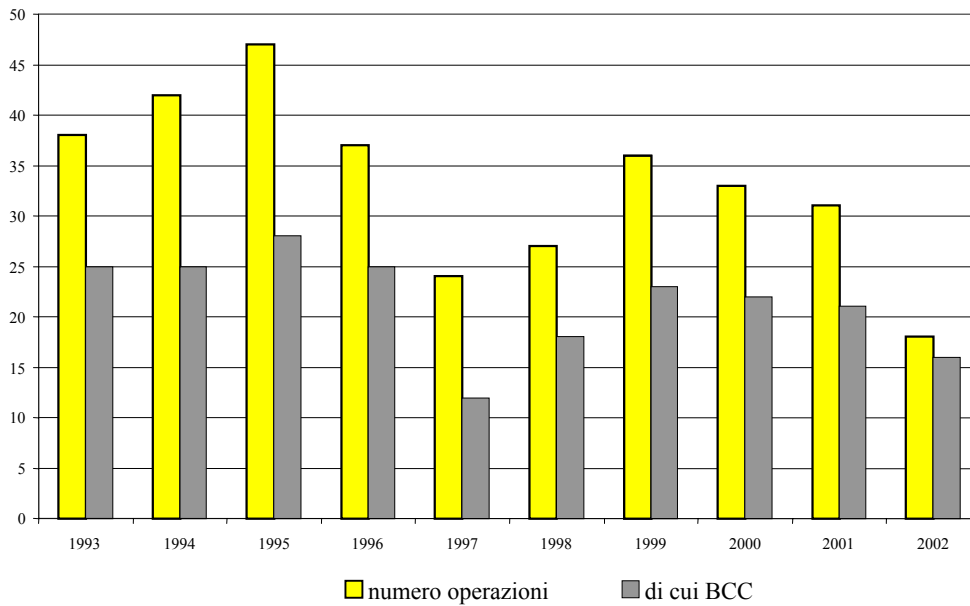
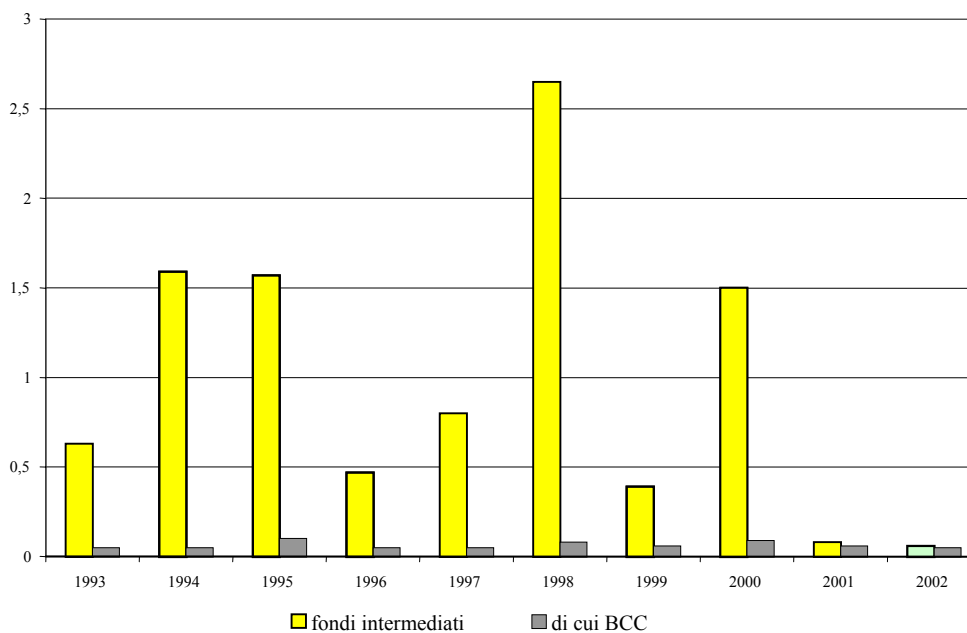
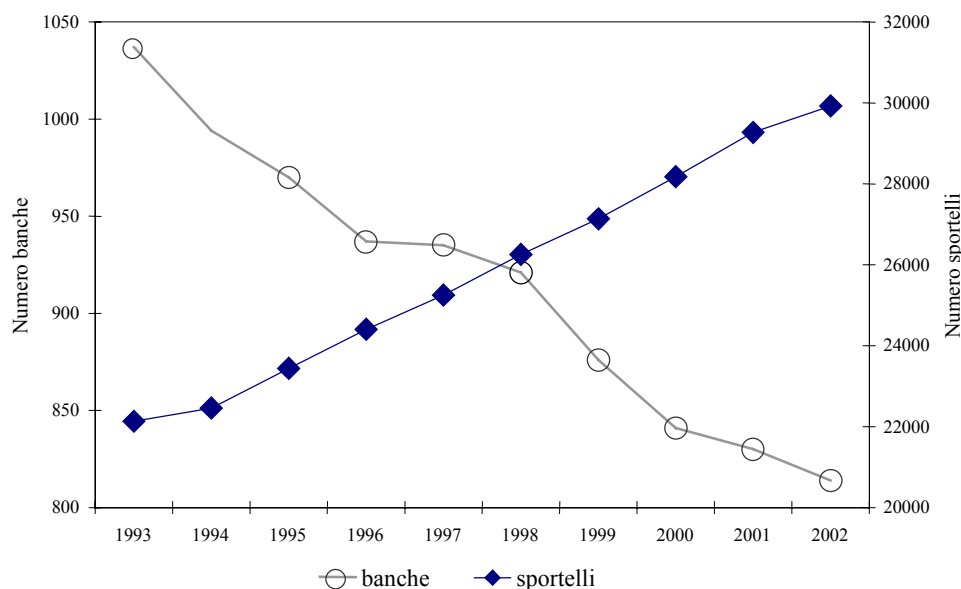


FIG. 4.1b – Fusioni e incorporazioni: fondi intermediati (in % sul sistema)



La rete di sportelli. La riduzione del numero complessivo di banche operanti in Italia – dovuta al processo di concentrazione in atto – è avvenuta in presenza di un aumento consistente del numero di sportelli, come risulta evidente nella FIG. 4.2: gli sportelli bancari presenti sul territorio nazionale sono costantemente aumentati durante il decennio 1993-2002, registrando un incremento del 35% nell'intero periodo considerato. Il grado di “bancarizzazione” del nostro paese è quindi divenuto più elevato, grazie ad una maggiore dimensione degli intermediari: il numero medio di sportelli per banca è passato da 21 a 37.

**FIG. 4.2 – Banche e sportelli operanti in Italia:
l'evoluzione nell'ultimo decennio**



I gruppi bancari. Per apprezzare il processo di consolidamento del settore creditizio, è necessario esaminare la dinamica dei gruppi bancari. Dalla TAB. 4.3 emerge una chiara tendenza alla riduzione del numero di gruppi operanti in Italia, pur in presenza di una espansione della loro presenza sul territorio: dal 1994 al 2002, il numero di banche appartenenti a gruppi è nettamente aumentata, sia in valore assoluto sia come quota sul totale delle banche operanti nel nostro paese. Il “perimetro” dei gruppi bancari si è quindi progressivamente allargato: il numero medio di banche presenti in un gruppo è pressochè raddoppiato nel periodo considerato (da 1,6 a 3). Alcuni gruppi bancari hanno raggiunto dimensioni notevoli, se rapportate al mercato nazionale: nel 2002 i primi cinque gruppi

detengono una quota di mercato pari al 55% (misurata con riferimento al totale delle attività).

TAB. 4.3 – Gruppi bancari

	Numero gruppi	Numero banche	Banche in % sul totale
1994	94	151	15
2002	78	231	28

La concorrenza. La riduzione del numero di banche e di gruppi bancari operanti in Italia non implica necessariamente una diminuzione del grado di concorrenza. Quest'ultimo dipende in maniera cruciale dalla distribuzione degli sportelli sul territorio – per quanto riguarda l'attività di intermediazione tradizionale – e dallo sviluppo di canali di distribuzione alternativi, soprattutto nei comparti più innovativi (quale, ad esempio, la gestione del risparmio). Sotto questi profili, la concorrenza sembra essere aumentata. Dall'inizio degli anni novanta al 2002, il numero medio di banche per provincia è salito da 27 a 32. Negli anni più recenti è si notevolmente accresciuto il numero di promotori finanziari utilizzati dalle banche: essi hanno raggiunto i 37.000 nel 2002. Inoltre, il canale telefonico e l'*internet banking* si stanno diffondendo, aggiungendosi al tradizionale sportello bancario.

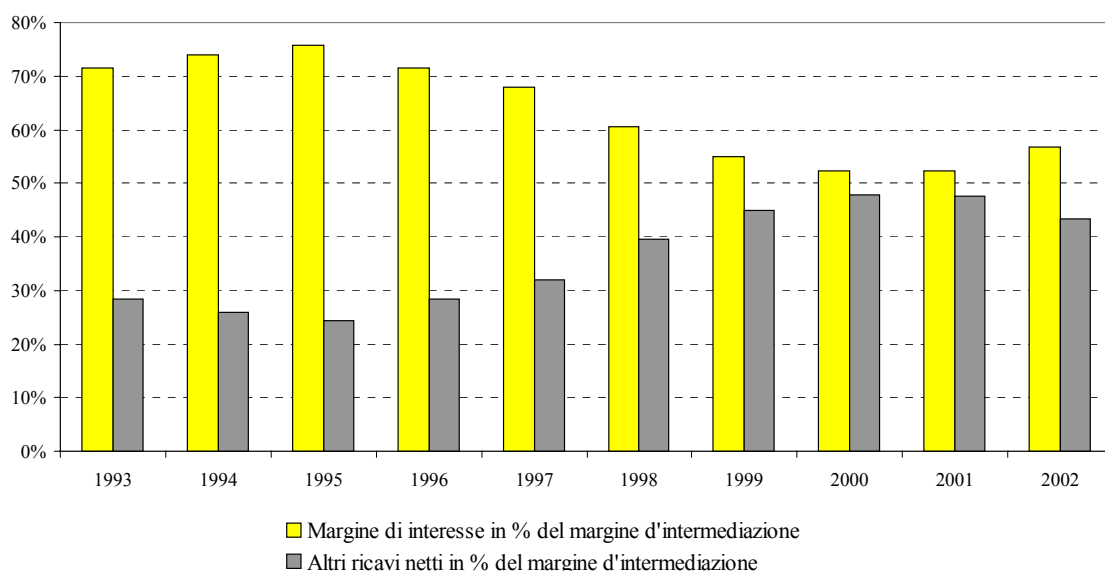
L'attività di tutela della concorrenza esercitata dalla Banca d'Italia – di concerto con l'Autorità garante – è finalizzata ad evitare che le operazioni di concentrazione si traducano in una costituzione o in un rafforzamento di una posizione dominante di una istituzione sul mercato, provocando una significativa restrizione della concorrenza. L'analisi viene condotta con riferimento al mercato provinciale dei depositi e a quello regionale degli impieghi. Nei dodici anni di applicazione della legge antitrust (10 ottobre 1990, n. 287), sono state notificate alla Banca d'Italia 673 operazioni di concentrazione. Nella stragrande maggioranza dei casi, esse non hanno posto significativi problemi di restrizione della concorrenza, e come tali sono state autorizzate (in molti casi le operazioni non erano neppure rilevanti ai fini della disciplina antitrust, essendo operazioni infragruppo oppure di dimensioni inferiori alle soglie di rilevanza). Solo in 14 casi – riguardanti gli intermediari di maggiore dimensione – è stato necessario imporre misure correttive, alle quali subordinare l'autorizzazione delle operazioni. Tipicamente, tali misure consistono nella limitazione all'ulteriore

apertura di sportelli in specifiche aree geografiche, o addirittura nell'obbligo di cessione di alcuni insediamenti.

4.2 La performance del sistema bancario italiano

Ricavi. Nel corso del periodo 1993-2002 si è assistito ad un significativo processo di ricomposizione dei ricavi bancari. L'incidenza media del margine di interesse sul margine di intermediazione, pari al 72% negli anni 1993-1997, si è ridotta al 55% nel periodo 1998-2002. Gli altri ricavi che contribuiscono al margine di intermediazione, diversi dal margine di interesse, sono le commissioni da negoziazioni e quelle da servizi alla clientela. Tale componente, seppur nell'ambito di un trend di crescita strutturale, risente degli andamenti congiunturali, specialmente di quelli borsistici. In particolare, l'incidenza dei ricavi da servizi si è innalzata in corrispondenza dei periodi di sostenuto *bear market* verificatisi nel biennio 1993-1994 e nel triennio 1997-2000 (FIG. 4.3). Nel 2002 la componente di ricavi da servizi è pari al 43% e rappresenta il valore minimo degli ultimi quattro anni.

FIG. 4.3 – Le componenti del margine d'intermediazione



Redditività. Gli utili netti delle banche in rapporto al capitale e alle riserve, misurati dal ROE (*return on equity*), dopo essersi mantenuti su valori nell'ordine del 2% nella fase centrale del decennio scorso (media del periodo 1994-1997), sono cresciuti – avvicinandosi ai livelli osservati negli altri sistemi bancari avanzati – nella seconda parte del periodo indagato fino al 9% (media del periodo 1998-2002). Nel quinquennio 1993-1997 la redditività delle banche italiane ha risentito delle ingenti perdite su crediti generate dal deterioramento delle condizioni finanziarie delle imprese nel biennio 1992-1993, dalla lunga stasi dell'economia meridionale, dalla crisi del settore delle costruzioni e delle opere pubbliche e dalla caduta del valore degli immobili. La flessione osservata nel biennio 2001-2002 è invece principalmente riconducibile alla riduzione delle commissioni sui servizi di risparmio gestito, nonché ai rilevanti accantonamenti resi necessari dalle difficoltà finanziarie di alcuni paesi esteri e di grandi imprese estere e nazionali.

TAB. 4.4 – Il *return on equity* (ROE) delle banche italiane

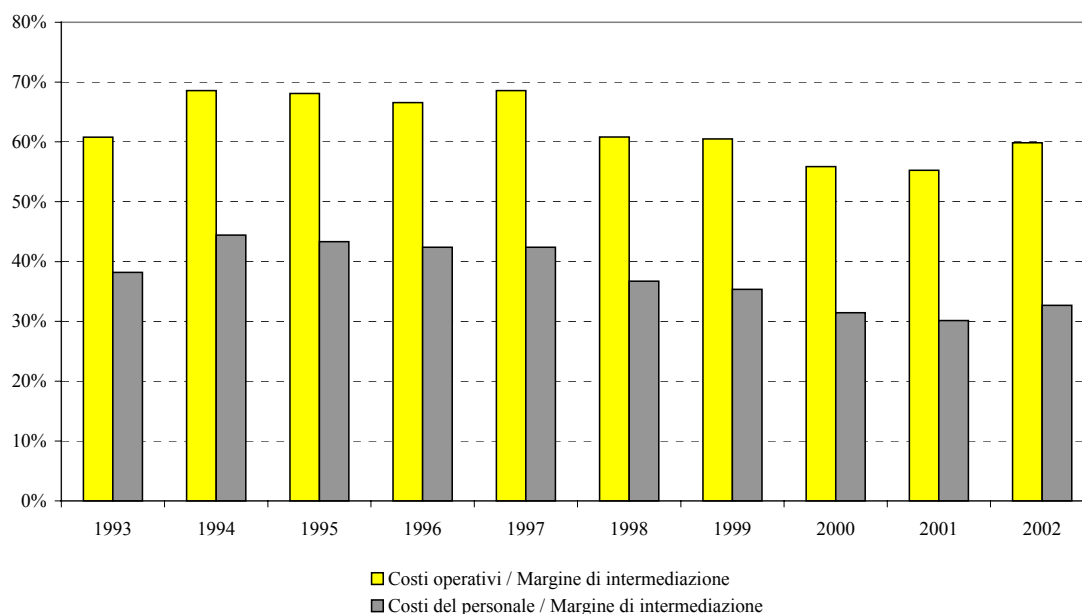
Anno	Sistema bancario	Principali gruppi bancari	Resto del sistema	Centro-Nord	Sud
1994	1,20	0,40	3,40	2,80	-12,40
1995	1,60	-0,30	6,30	4,70	-30,90
1996	3,80	2,40	7,10	5,40	-12,00
1997	1,80	-0,10	5,80	1,80	1,30
1998	7,50	7,70	6,90	7,90	3,00
1999	9,60	10,90	6,50	9,70	7,30
2000	12,90	17,10	9,70	13,40	3,20
2001	9,10	12,50	6,40	9,20	4,30
2002	6,40	6,00	6,80	6,50	4,50

Un'analisi disaggregata sia per dimensioni d'impresa (principali gruppi bancari vs. resto del sistema), sia per localizzazione territoriale (Centro-Nord vs. Mezzogiorno) consente di rilevare un significativo processo di convergenza verso livelli omogenei di redditività (TAB. 4.4). Nel corso del periodo indagato si è, inoltre, assistito ad un netto miglioramento delle condizioni di redditività delle grandi banche, il cui ROE medio è passato dallo 0,6% del periodo 1994-1997 all'11% del periodo 1998-2002. Analogamente, le banche del Mezzogiorno hanno portato a compimento un processo di *turnaround* che si è riflesso in un ROE

medio del periodo 1998-2002 del 4,5%, mentre nel periodo 1994-1997 la redditività del capitale proprio era pari al -13,5%. Il miglioramento della redditività dei mezzi propri si è concentrato presso le banche interessate da operazioni di aggregazione.

Efficienza. In un contesto caratterizzato da un leggero decremento dei ricavi unitari, testimoniato dalla riduzione del rapporto tra margine di intermediazione e fondi intermediati, e da un andamento ciclico dei ricavi complessivi, l'efficienza e la flessibilità operativa diventano particolarmente rilevanti. La FIG. 4.4 presenta l'andamento nel periodo 1993-2002 dell'incidenza dei costi operativi sul margine di intermediazione (*cost income ratio*) e dell'incidenza dei costi del personale sul margine di intermediazione. La modesta redditività netta del capitale proprio osservata nella prima fase del periodo indagato è parzialmente riconducibile al livello dei costi operativi delle banche italiane, che nel periodo 1993-1997 era mediamente pari al 66,5%.

FIG. 4.4 – I costi operativi del personale delle banche italiane



Il deciso recupero di redditività osservato nella seconda parte del periodo indagato è stato conseguito anche attraverso l'offerta di una più ampia gamma di servizi e interventi di riduzione dei costi operativi. Con riferimento al secondo

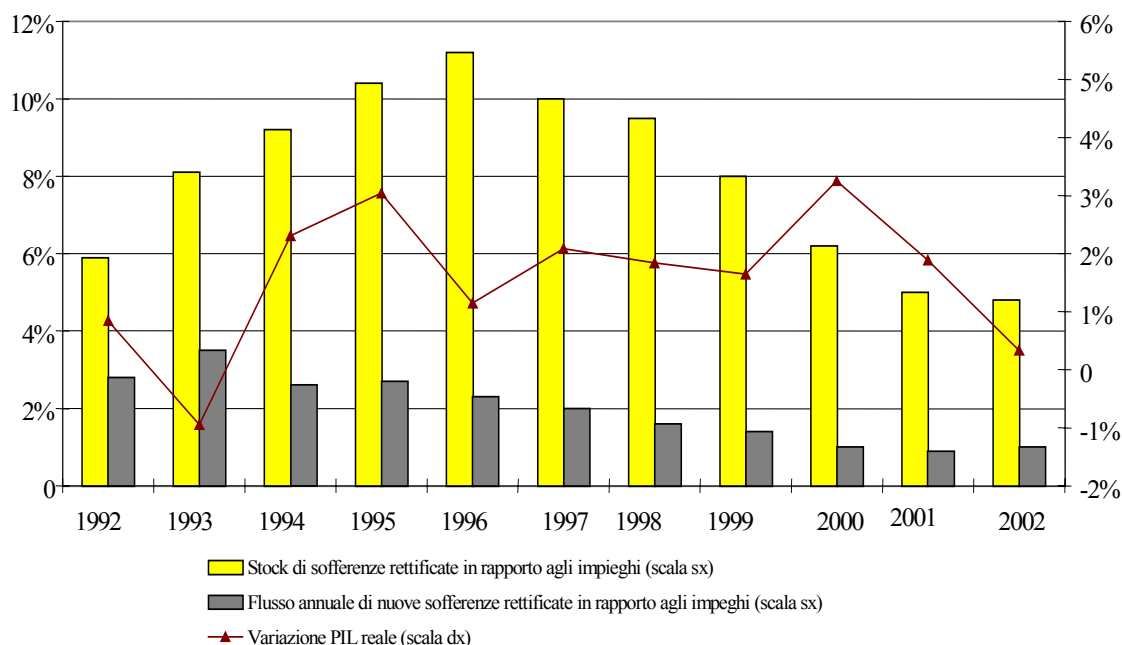
aspetto è rilevante la riduzione osservata nei costi del personale: nella prima parte del decennio indagato il costo del personale rappresentava il 42% del margine di intermediazione (media del periodo 1993-1997), nel secondo quinquennio il rapporto si è ridotto al 33% (media del periodo 1998-2002). In termini relativi rispetto al totale dei costi operativi tale riduzione si è riflessa nel passaggio dei costi del personale dal 63% del totale dei costi operativi nel primo quinquennio al 57% nel secondo quinquennio.

Rischiosità: la qualità del credito. La FIG. 4.5 presenta l'andamento dello stock di sofferenze rettificato in rapporto agli impieghi, del flusso di nuove sofferenze rettificate in rapporto agli impieghi e della variazione del PIL reale. Il flusso di nuove sofferenze è dipendente dall'andamento del ciclo e, in particolare, inversamente correlato ad esso: la correlazione tra variabili contemporanee – nel periodo 1991-2002 – è pari $-0,38$, la correlazione tra le nuove sofferenze e la variazione del PIL dell'anno precedente è $-0,44$. Il punto di massimo delle nuove sofferenze si registra in corrispondenza del punto di minimo della variazione del PIL osservata, nel periodo indagato, nel 1993. In occasione della recessione degli anni 1992-1993 la riduzione della domanda interna e l'innalzamento dei tassi di interesse (necessario per fronteggiare la crisi valutaria) hanno, infatti, gravemente intaccato gli equilibri reddituali delle imprese. Nel Mezzogiorno tali difficoltà, aggravate dall'improvvisa cessazione dell'intervento straordinario, si sono rivelate dirompenti per un tessuto di imprese di dimensioni mediamente inferiori e con una struttura finanziaria maggiormente indebitata rispetto al resto del Paese. Inoltre, la maggiore (minore) operatività delle imprese meridionali sui mercati domestici (internazionali) non ha consentito di beneficiare degli effetti del deprezzamento del cambio.

L'andamento dello stock di sofferenze rettificate evidenzia un punto di svolta strutturale nel 1996: fino a tale anno sono costantemente cresciute, a partire da tale anno sono in continua diminuzione. Tale comportamento è da attribuire sia ad un generale progresso nelle strutture e nelle metodologie di selezione e gestione del credito, sia – nell'ultima parte dello scorso decennio – all'effetto delle operazioni di cartolarizzazione di posizioni inesigibili. Le operazioni di aggregazione realizzate nel corso degli anni Novanta, discusse nel paragrafo 4.1, hanno infatti consentito e sollecitato modifiche organizzative volte a un utilizzo più efficiente delle informazioni nei processi di valutazione del

merito di credito e di determinazione dei tassi sulle operazioni di finanziamento. Nel corso degli ultimi anni sono state, infatti, adottate tecniche innovative di misurazione e gestione dei rischi. Questi progressi, unitamente al miglioramento della situazione finanziaria media delle imprese, si sono riflessi nella riduzione sia dello stock di sofferenze rettificare (pari al 10% nel periodo 1993-1997 e al 6,7% nel periodo 1998-2002), sia del flusso degli impieghi che passa annualmente in sofferenza (la quota media di nuove sofferenze rettificare rispetto ai prestiti è passata dal 2,6% del periodo 1993-1997 e all'1,2% del periodo 1998-2002).

FIG. 4.5 – Sofferenze rettificare, nuove sofferenze rettificare e variazioni del PIL reale



Rischiosità: l'adeguatezza patrimoniale. La TAB. 4.5 presenta l'andamento del coefficiente di solvibilità medio (rapporto tra l'ammontare del patrimonio di vigilanza e quello delle operazioni attive in bilancio e fuori bilancio ponderate per il rischio) nel periodo 1993-2002 per il sistema bancario complessivo e ripartito in relazione all'area geografica di appartenenza della sede della banca o del gruppo bancario considerato (Centro-Nord e Mezzogiorno). Si osserva, con riferimento al sistema bancario complessivo, una generale riduzione del coefficiente di solvibilità che, seppur mantenendosi su livelli nettamente superiori al minimo

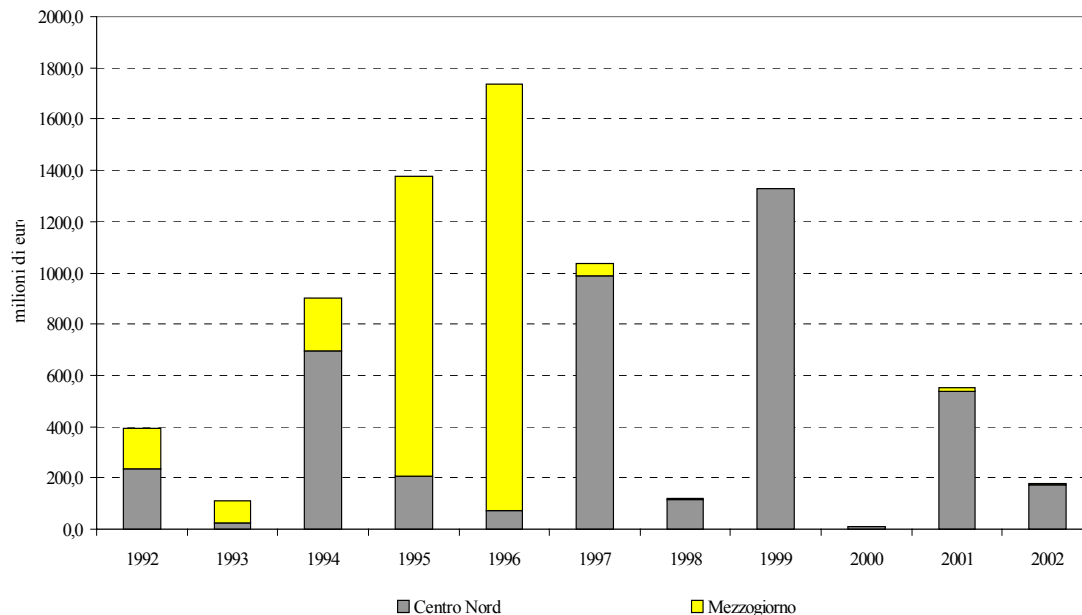
richiesto, passa dal 12,4% del periodo 1993-1997 al 10,7% del periodo 1998-2002. Tale riduzione può essere ricondotta ad un uso più efficiente del capitale regolamentare. Nel contempo si assiste ad un netto aumento del coefficiente di solvibilità delle banche del Mezzogiorno che tuttavia non incide sull'andamento del coefficiente per il sistema bancario complessivo. Quest'ultima evidenza può essere spiegata con la modesta rilevanza relativa delle banche aventi sede amministrativa nel Mezzogiorno sul totale del sistema bancario italiano. Quanto, invece, all'incremento del coefficiente di solvibilità per le banche del Mezzogiorno (la media del periodo 1993-1997 è 11,6%, mentre la media del periodo 1998-2002 è 16,5%), esso può essere spiegato dall'acquisizione – da parte di gruppi bancari con sede nel nord – di banche meridionali caratterizzate da significativi squilibri patrimoniali.

TAB. 4.5 – Il coefficiente di solvibilità delle banche italiane

Anno	Sistema bancario	Ripartizione territoriale	
		Centro-Nord	Mezzogiorno
1992	12,00	12,20	11,00
1993	13,00	13,20	11,90
1994	12,90	13,10	11,10
1995	12,60	12,90	10,30
1996	12,30	12,50	9,90
1997	11,40	11,20	15,00
1998	11,30	11,20	14,60
1999	10,60	10,40	15,10
2000	10,10	10,00	16,80
2001	10,40	10,30	17,80
2002	11,20	11,10	18,10

La FIG. 4.6 riporta l'andamento delle deficienze patrimoniali ripartite in relazione alla sede della banca o del gruppo bancario considerato: fino al 1997 le deficienze patrimoniali erano pressoché esclusivamente riferite a banche del Mezzogiorno, si verifica il contrario dal 1997 in poi. L'elevato livello del coefficiente di solvibilità delle banche meridionali è riconducibile alla maggior incidenza relativa (rispetto al passato) di banche storicamente caratterizzate da coefficienti di solvibilità superiori alla media del sistema (come le banche di credito cooperativo e alcune banche popolari).

FIG. 4.6 – Le deficienze patrimoniali delle banche italiane



4.3 Conclusioni

Anche se non è questa la sede per una valutazione della complessità dei mutamenti che sono intervenuti nel sistema bancario italiano negli ultimi 10 anni, si può rilevare che nel corso degli anni Novanta:

- il processo di concentrazione è stato intenso e ha interessato le banche di tutte le dimensioni;
- il grado di "bancarizzazione" del nostro Paese è aumentato;
- alcuni indicatori segnalano un aumento del grado di concorrenza nella distribuzione di prodotti bancari;
- si è ridotta l'incidenza del margine di interesse sul margine di intermediazione;
- si è assistito ad un incremento della redditività dei mezzi propri delle banche, ad una riduzione dell'incidenza dei costi operativi totali e della componente relativa al personale;
- a partire dal 1996 si osserva una costante riduzione dello stock di sofferenze in rapporto agli impieghi.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

I mercati degli strumenti finanziari hanno ricalcato nei primi nove mesi del 2003 la tendenza generale già osservata nel passato recente: un ridotto volume di risorse fresche è affluito alle imprese, soprattutto con riferimento al flusso di nuove quotazioni, mentre gli scambi nella generalità dei segmenti di mercato gestiti da Borsa Italiana SpA si sono mantenuti sui livelli (modesti) osservati l'anno precedente. Qualche segno di ripresa ha mostrato la raccolta del risparmio attraverso fondi comuni, ma i sottoscrittori, indirizzando la loro *asset allocation* verso strumenti a rischio contenuto o nullo, mostrano di non essere ancora pienamente convinti delle capacità di recupero dei corsi azionari.

La disciplina dell'attività dei soggetti operanti nell'industria del risparmio gestito è stata riformulata con la Direttiva 2001/107/CE del 21 gennaio 2002 in materia di società di gestione del risparmio "armonizzate". La seconda parte di questo capitolo presenta le principali innovazioni introdotte con Direttiva, commentando in particolare i problemi connessi al cosiddetto "passaporto europeo", ai vincoli imposti agli intermediari, alle deleghe di gestione nonché alle modalità di redazioni di prospetti semplificati.

5.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso dei primi 9 mesi del 2003 il volume di risorse fresche canalizzate da Borsa Italiana SpA, sia mediante aumenti di capitale da parte di società quotate sia mediante risorse raccolte in occasione dell'accesso alla quotazione (Opvs), è stato pari a 8.960 milioni di euro, in sensibile aumento (+96%) rispetto ai 4.578 milioni di euro dello stesso periodo dell'anno precedente (TAB. 5.1). L'aumento sembra essere da ricondurre più alla pressione esercitata dalle esigenze di raccolta da parte delle imprese che ad un aumento della capacità di assorbimento del mercato. Ciò è testimoniato sia dalla prevalenza degli aumenti di capitale da parte delle società già quotate sia dalle percentuali di inoptato, in alcuni casi anormalmente elevate. Alla flessione che ha interessato le Opvs (101 contro 1.307 milioni di euro), ha corrisposto un importante incremento negli

* A cura di M. Anolli, A. Banfi e R. Fusetti.

aumenti di capitale (8.859 contro 3.271 milioni di euro). Del totale delle risorse complessivamente canalizzate dalla Borsa Italiana, il 98,9% è attribuibile ad aumenti di capitale (l'anno precedente gli aumenti di capitale avevano rappresentato il 52,2% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato (Borsa, Mercato Ristretto e Nuovo Mercato), si osserva l'assoluta prevalenza della Borsa sia per gli aumenti di capitale (solo il 6,4% delle risorse complessivamente raccolte a titolo di aumento di capitale è andato alle società con titoli quotati al Mercato Ristretto e al Nuovo Mercato, dove si sono osservate rispettivamente 1 e 3 operazioni) sia per le Opvs (nessuna operazione ha riguardato mercati diversi dalla borsa).

Per quanto riguarda gli aumenti di capitale, la raccolta di 8.859 milioni di euro è avvenuta a fronte di 24 operazioni (nello stesso periodo del 2002 la raccolta era stata pari a 3.271 milioni di euro con 13 operazioni). In aumento (+67%) è risultata la dimensione media delle operazioni (369 milioni di euro contro i 221 milioni di euro dell'anno precedente). L'incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale in rapporto alla capitalizzazione è passata da 0,8% di fine 2002 a 2% a fine settembre 2003; l'incidenza in rapporto agli scambi è invece passata da 0,7% nei primi 9 mesi del 2002 a 1,7% nello stesso periodo del 2003.

TAB. 5.1 – Flussi di denaro canalizzati dalla Borsa Italiana con offerte di azioni

	2002	2002 gen-set	2003 gen-set
Aumenti di capitale di soc. quotate			
numero operazioni	18	13	24
denaro raccolto (milioni)	3.693	3.271	8.859
Importo medio (milioni)	205,1	251,6	369,1
In % della capitalizz. di fine periodo	0,81%	0,76%	1,97%
In % degli scambi del periodo	0,64%	0,70%	1,74%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.			
numero operazioni	9	5	3
denaro raccolto (milioni)	2.901	1.307	101
Importo medio (milioni)	322,33	261,40	33,5
In % della capitalizz. di fine periodo	0,63%	0,30%	0,02%
In % degli scambi del periodo	0,51%	0,28%	0,02%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, le maggiori operazioni hanno riguardato titoli industriali e finanziari (Edison, raccolta 2.095 milioni di euro; da segnalare inoltre le operazioni che hanno riguardato Fiat con 1.836 milioni di euro, Ifil 502 milioni e Ifi 207 milioni) e bancari-assicurativi (Banca Popolare di Lodi 791 milioni e Unipol 860 milioni).

In diverse operazioni le percentuali di inoptato sono risultate insolitamente elevate (Gandalf 98,6%, Stayer e Edison 19,7%, SSLazio 21,7%, Aisoftware 9,9%).

Nel corso del periodo esaminato (TAB. 5.1) il processo di ingresso sul mercato di nuove società si è sostanzialmente arrestato: si sono osservate solo 2 operazioni di Opvs finalizzate alla quotazione (la terza operazione di Opvs effettuata ha riguardato una società già quotata), per complessivi 101 milioni di euro (contro le 9 operazioni per 2.901 milioni di euro nel 2002 e le 20 operazioni per complessivi 6.981 milioni di euro nel 2001). Altro particolare degno di nota è il fatto che entrambe le società neo ammesse (Meta e Hera) appartengono al settore dei servizi di pubblica utilità.

Per effetto della dinamica di nuove quotazioni e cancellazioni il numero di società quotate in borsa è risultato a fine settembre 2003 in riduzione di 12 unità rispetto a fine anno precedente (225 contro 237, di cui, in entrambe le date, 6 estere), quelle quotate sul Nuovo Mercato sono passate da 45 a fine 2002 a 44, mentre sono scese da 13 a 12 quelle quotate al Mercato Ristretto.

Ulteriore calo si è registrato per il numero dei *covered warrant* quotati, passati da 5.866 a fine 2001 a 3.571 a fine 2002, a 2.087 a fine settembre 2003, mentre è rimasto stabile il numero di obbligazioni quotate (385 contro le 392 di fine 2002). Un lieve ma incoraggiante aumento ha inoltre interessato il numero degli ETF quotati (Exchange Traded Funds, introdotti sul mercato italiano nel settembre 2002 e presentati in un precedente numero di Osservatorio monetario) che sono passati da 8 a fine 2002 a 11 a fine settembre 2003.

5.2 La gestione del risparmio

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani. Nel corso dei primi 9 mesi del 2003 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento gestiti da intermediari italiani è stata positiva per 24.828 milioni di euro (contro una



raccolta negativa per 5.672 milioni di euro nello stesso periodo dell'anno precedente e negativa per 4.096 milioni di euro nell'intero 2002). L'anno in corso si avvia quindi a confermare l'importante inversione di tendenza registrata rispetto al passato recente, caratterizzato da una progressiva e costante erosione della capacità di attrazione del risparmio delle famiglie da parte dei fondi comuni. Tale recupero è tuttavia, come si vedrà tra poco, associato ad un'*asset allocation* decisamente prudente da parte dei sottoscrittori, che hanno concentrato i loro patrimoni sulle tipologie di fondo caratterizzate da rischio sostanzialmente nullo (fondi di liquidità) o molto basso (fondi obbligazionari). Si fa notare a questo proposito che con tale *asset allocation* sono ridotte sia la remuneratività per le società di gestione del risparmio (a causa delle basse commissioni di gestione unitarie praticate su tali categorie di fondi) sia il contributo alla generazione di valore aggiunto che la gestione professionale può dare.

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie (TAB. 5.2), la raccolta netta è risultata negativa per i fondi azionari e bilanciati, positiva per gli altri comparti: -4.990 milioni di euro per i fondi azionari (-5.240 milioni nello stesso periodo dell'anno precedente e -9.203 milioni l'intero anno precedente); -5.078 milioni di euro per i fondi bilanciati (9.191 milioni nello stesso periodo dell'anno precedente e -12.283 milioni nell'intero 2002); +17.446 milioni per i fondi obbligazionari (-13.965 milioni nello stesso periodo dell'anno precedente e -14.958 milioni nell'intero 2002). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 15.278 milioni (+22.565 milioni nello stesso periodo dell'anno precedente e +29.935 milioni nell'intero 2002) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata positiva per 2.171 milioni di euro (+179 milioni nello stesso periodo dell'anno precedente e +2.414 milioni nell'intero 2002).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 5.2) valori pari a -4,8% per i fondi azionari, -12,4% per i fondi bilanciati, +7,8% per i fondi obbligazionari, +18,6% per i fondi di liquidità e +26,4% per i fondi flessibili. A livello complessivo, il contributo apportato dalla raccolta netta positiva rispetto al patrimonio netto gestito a fine 2002 è stato pari a +5,4%.

Il patrimonio netto complessivo dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani è passato da 508.757 milioni di euro a fine 2001 a 458.230 a fine 2002 a 493.828 milioni di euro a fine settembre 2003 (+7,8%). 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 -0,6% per i fondi azionari, a -12% per i fondi bilanciati, a +7,5% per i fondi obbligazionari, a +27,8% per i fondi di liquidità e a +18,9% per i fondi flessibili.

TAB. 5.2 – Raccolta netta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani

Categorie di fondi	2002	2002 gen-set	2003 gen-set
valori assoluti (in milioni di euro)			
Azionari	-9.203	-5.240	-4.990
Bilanciati	-12.283	-9.191	-5.078
Obbligazionari	-14.958	-13.965	17.446
Liquidità	29.935	22.565	15.278
Flessibili	2.414	179	2.171
Totale	-4.096	-5.652	24.828
in % patrimonio fine periodo precedente			
Azionari	-5,87%	-3,34%	-4,80%
Bilanciati	-20,53%	-15,36%	-12,39%
Obbligazionari	-6,34%	-5,92%	7,82%
Liquidità	59,87%	45,13%	18,59%
Flessibili	38,98%	2,88%	26,39%
Totale	-0,78%	-1,11%	5,42%

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

L'*asset allocation* che risulta dall'evoluzione del peso delle diverse categorie di fondi è decisamente conservativa e vede un rilevante aumento del peso dei fondi a basso contenuto di rischio. Infatti, i fondi obbligazionari hanno registrato un lieve aumento (a fine settembre 2003 rappresentavano il 48,5% del patrimonio complessivo contro il 48,7% a dicembre 2002 e il 46,4% a fine dicembre 2001); i fondi azionari una significativa riduzione (a fine settembre 2003 il loro peso era pari al 20,9% contro il 22,7% a fine 2002 e il 30,8% a fine 2001), mentre un vero e proprio tracollo è stato sofferto dai fondi bilanciati (il cui peso si è ridotto al 7,3% del totale a fine settembre 2003 contro l'8,9% a fine 2002 e l'11,8% a fine 2000). Per contro è esplosa l'incidenza dei fondi di liquidità, (che era pari al 21,3% a fine settembre 2003, al 17,9% a fine 2002 e al 9,8% a fine 2001) e un marginale aumento ha registrato l'incidenza dei fondi flessibili al 2% (1,8% a fine 2002 e 1,2% a fine 2001).

5.3 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nei primi 9 mesi del 2003 una sostanziale stabilità rispetto a quanto osservato l'anno precedente.

TAB. 5.3 – Scambi sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa (valori in milioni di euro)

Strumento	2002	2002 gen-set	2003 gen-set
Azioni italiane borsa	562.270	419.968	428.362
Azioni italiane m. ristretto	287	220	268
Azioni italiane NM	10.384	7.326	6.868
Totale azioni	572.940	427.514	435.498
Warrant	721	577	234
Covered warrant	18.284	15.392	7.311
Obbl.convertibili	1.706	1.224	1.273
Fondi Chiusi	68	46	91
Fondi Aperti e ETF	206	6	957
Diritti	119	115	431
Obbligazioni (Mot)	10.889	7.615	9.796
Tit. Stato (Mot)	150.879	118.171	96.821
<i>Strumenti derivati</i>			
Fib30:			
Num. contratti	4.877.464	3.654.939	3.392.215
val. scambi	673.836	527.519	411.774
Mini-Fib:			
Num. contratti	2.132.937	1.515.217	2.093.978
val. scambi	58.078	43.268	50.851
Midex:			
Num. contratti	774	585	358
val. scambi	48	38	18
Futures su azioni			
Num. contratti	59.853		397.670
val. scambi	328		1.805
Mibo30:			
Num. contratti	2.588.402	1.878.876	1.931.759
val. scambi	176.513	133.946	116.709
Isoalfa:			
Num. contratti	7.587.199	5.584.887	6.085.964
val. scambi	34.879	26.524	24.086

Fonte: nostra elaborazione su dati Borsa Italiana Spa.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.3) si è osservato un lieve progresso del controvalore scambiato, pari nel periodo gennaio-settembre 2003 a 435,5 miliardi di euro, con una media giornaliera pari a 2.292 milioni di

euro, (con una variazione trascurabile rispetto ai 2.274 milioni di euro del 2002). Il Mercato Ristretto ha evidenziato una significativa ripresa del volume di attività (+24% in media giornaliera) mentre in flessione (-12,3% in media giornaliera rispetto all'anno precedente) è stato il controvalore degli scambi del Nuovo Mercato.

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 126% (127% nel 2002 e 93% del 2001); per il Nuovo Mercato lo stesso coefficiente è stato pari al 134%.

Il mercato dei *covered warrant* ha invece mostrato una importante flessione (-47%), in media giornaliera, pari a 38 milioni di euro, rispetto ai livelli di 72,6 milioni di euro osservati nel 2002 (nel 2001 la media giornaliera era stata pari a 82,5 milioni di euro).

Per quanto riguarda gli scambi di strumenti a reddito fisso trattati sul Mot, un apprezzabile aumento degli scambi ha interessato le obbligazioni (52 milioni di euro in media giornaliera, contro i 43 dell'anno precedente: +19%) mentre si è osservata una flessione (-14,9%) degli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 510 milioni di euro in media giornaliera (contro i 599 milioni dell'anno precedente).

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari a 411.774 milioni di euro, con media giornaliera (in calo del 18,9% rispetto all'anno precedente) pari a 2.167 milioni (contro i 2.674 milioni in media del 2002 e i 3.291 milioni del 2001). Sul contratto mini-Fib invece il controvalore degli scambi, pari complessivamente a 50.851 milioni di euro, è risultato in aumento (+16,1% in media giornaliera, passata da a 230 a 268 milioni di euro). Importanza marginale continua ad avere il contratto *futures* sul Midex, sul quale nel periodo sono stati fatti solo 358 contratti (774 nel 2002 e 743 nell'intero 2001) per un controvalore complessivo scambiato pari a 18 milioni di euro (48 milioni nel 2002 e 50 milioni nell'intero 2001); la media giornaliera degli scambi è stata pari a 95.000 euro.

Una flessione (-12,3%) ha interessato anche gli scambi su opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) con un controvalore medio scambiato giornalmente che è passato da 700 milioni di euro nel 2002 a 614 milioni nel periodo in esame (la media giornaliera scambiata era però pari a 978 milioni nel 2001). Dello stesso ordine di grandezza la riduzione del livello di attività (-8,4%) sul segmento dei



contratti di opzione su singoli titoli (contratti Isoalfa), il cui controvalore scambiato è passato da una media giornaliera di 138,4 milioni di euro a 126,8 milioni (ma il livello di attività media faceva segnare 222,4 milioni nel 2001).

Uno sviluppo a ritmi elevati ha invece interessato i contratti *futures* su singole azioni: nel periodo esaminato sono stati conclusi circa 398.000 contratti per un controvalore complessivo pari a 1.805 milioni di euro. La media giornaliera degli scambi è sostanzialmente triplicata, passando da 2,9 milioni di euro a 9,5 milioni.

La liquidazione degli scambi di strumenti finanziari: Express II

Il percorso di miglioramento delle caratteristiche operative del *post trading* del mercato italiano, che a sua volta si inserisce nel più vasto progetto di realizzazione della Piazza finanziaria italiana, dopo la revisione dei meccanismi di garanzia (della quale si è dato conto nel passato numero di Osservatorio Monetario), vedrà nei prossimi mesi l'introduzione di un nuovo sistema di liquidazione delle operazioni su strumenti finanziari, denominato Express II. Il servizio Express II, che sarà gestito da Monte Titoli, affiancherà, al servizio di liquidazione su base lorda attualmente in funzione, un servizio di liquidazione su base netta. L'obiettivo del nuovo sistema è quello di migliorare il processo di *settlement* (e per tale via contenere al minimo il *settlement risk*) e di eliminare definitivamente il fenomeno delle assegnazioni (liquidazione provvisoria di partite sospese). La liquidazione su base netta sarà articolata in un ciclo notturno e in un ciclo diurno; ogni ciclo di liquidazione inizierà con il ciclo notturno, che si svolgerà su base netta ed avrà lo scopo di anticipare la definitività della liquidazione delle operazioni. Le operazioni non liquidate nel ciclo notturno saranno "lavorate" nel ciclo diurno (sempre di liquidazione netta), mentre le operazioni che eventualmente risultassero non regolate al termine del ciclo diurno saranno ulteriormente trasferite al ciclo di regolamento lordo. Per massimizzare le probabilità di liquidazione netta il sistema adotta meccanismi di prestito titoli e di collateralizzazione automatica.

La liquidazione su base netta verrà introdotta in due stadi: dall'8 dicembre 2003 con riferimento alle transazioni sui titoli obbligazionari di emittenti privati e dal 26 gennaio 2004 per le operazioni di tutti gli altri strumenti finanziari.

5.4 La direttiva 2001/107/CE in materia di società di gestione del risparmio “armonizzate”*

In un contesto segnato dal deterioramento del quadro congiunturale e dalla più rilevante volatilità dei mercati azionari, il legislatore comunitario ha intensificato lo sforzo per approntare un quadro giuridico e regolamentare più robusto e consono agli obiettivi di protezione del risparmiatore: ciò nell’ottica di consentire un innalzamento del livello di stabilità del sistema finanziario, promuovendo l’efficienza dei mercati. Il percorso per il raggiungimento di questi obiettivi appare tuttavia adombrato, da un lato, dalla progressiva erosione della fiducia degli investitori e, dall’altro, dallo spettro dell’incapacità degli intermediari di assolvere compiutamente i propri obblighi professionali, assicurando, al contempo, la necessaria dialettica tra affidabilità e concorrenza.

In questa prospettiva – attuando una delle principali priorità del Piano d’azione per i servizi finanziari, approvato dal Consiglio europeo di Lisbona – il Parlamento europeo ed il Consiglio sono intervenuti, con le direttive 2001/107/CE (Direttiva Gestione) e 2001/108/CE (Direttiva Prodotto) del 21 gennaio 2002¹, sull’articolato della direttiva 85/611/CEE del 20 dicembre 1985, infittendo la trama di norme che dovrà informare la successiva revisione della normativa nazionale in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

Ad una prima lettura del nuovo *corpus* normativo, appare evidente l’intento del legislatore comunitario di individuare il difficile punto di equilibrio tra l’esigenza di rafforzare la protezione dell’investitore e quella di garantire la solvibilità dei gestori dell’altrui risparmio, presidiandone i requisiti minimi di serietà e professionalità.

In particolare, con la Direttiva Gestione, incentrata essenzialmente sul prestatore di servizi, il legislatore comunitario persegue lo scopo dichiarato di introdurre regole coordinate in tema di accesso al mercato e condizioni di esercizio dell’attività, nonché disposizioni prudenziali che devono essere rispettate dall’intermediario cui è affidata la gestione degli OICVM. Tale regime di armonizzazione è volto ad estendere alle società di gestione il c.d. “passaporto

* A cura di A. Banfi e R. Fusetti.

¹ Le citate direttive sono entrate in vigore il 13 febbraio 2002 (data della pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee).

europeo”, cioè l’autorizzazione ad offrire i propri servizi in un altro Stato membro in regime di mutuo riconoscimento, al pari degli altri operatori finanziari. La Direttiva Gestione prescrive, infine, l’adozione di prospetti semplificati, allo scopo di agevolare l’accesso all’informazione da parte dell’investitore².

Tra le innovazioni apportate dalla direttiva in esame, si segnalano di seguito alcuni temi dal carattere più innovativo, preavvisando che un esame compiuto dell’impatto delle nuove regole sull’industria del risparmio gestito non può che attendere l’integrale emanazione delle norme nazionali di attuazione³.

Il “passaporto europeo”. La direttiva 85/611/CEE aveva contribuito alla realizzazione del mercato unico, prevedendo – per la prima volta nel settore dei servizi finanziari – il principio del mutuo riconoscimento delle autorizzazioni ed altre disposizioni finalizzate ad agevolare la libera circolazione delle quote di OICVM all’interno dell’Unione europea.

L’attività transfrontaliera era tuttavia disciplinata solo dal punto di vista della commercializzazione del “prodotto gestito” (le quote degli OICVM), senza stabilire disposizioni atte ad instaurare, in tutti gli Stati membri, condizioni di effettiva parità in tema di accesso al mercato e di esercizio dell’attività da parte dei gestori (ad esempio, non precisava se la società di gestione potesse provvedere direttamente alla commercializzazione di tali quote). Inoltre, la medesima direttiva non consentiva ai gestori degli OICVM la costituzione di succursali e la libera prestazione di servizi negli Stati membri diversi da quello di origine.

Grazie alla direttiva Gestione, una società di gestione (o società di investimento), al pari degli altri operatori del settore dei servizi finanziari⁴, potrà esercitare le attività cui è abilitata in tutti i paesi dell’Unione europea,

² La Direttiva Prodotto, incentrata essenzialmente sulle tipologie di organismi d’investimento, ha modificato, invece, la disciplina delle attività finanziarie nelle quali gli OICVM. possono investire ed ha riconosciuto determinate tecniche di gestione del portafoglio, nell’ottica di ampliare la commercializzazione transfrontaliera delle quote di organismi che beneficiano dell’armonizzazione comunitaria ed accrescerne il rendimento e la competitività.

³ Per quanto riguarda l’Italia, si noti che, con decreto legislativo del 1° agosto 2003, n. 274 (in Gazzetta Ufficiale n. 233 del 7 ottobre 2003), adottato su proposta del Ministro per le politiche comunitarie e del Ministro dell’economia e delle finanze, di concerto con i Ministri degli affari esteri e della giustizia, è stata data parziale attuazione alla legge del 3 febbraio 2003, n. 14 (c.d. “legge comunitaria per il 2002”), con cui il Parlamento aveva delegato il Governo ad adottare le norme di recepimento nell’ordinamento nazionale, *inter alia*, delle direttive in oggetto.

⁴ Si noti come molte delle disposizioni della Direttiva Gestione corrispondano, con gli opportuni adeguamenti, alle analoghe disposizioni della seconda direttiva bancaria, della direttiva sui servizi di investimento e della terza direttiva sull’assicurazione vita.

costituendovi succursali o in regime di libera prestazione di servizi (ad esempio, tramite reti di vendita per via elettronica).

Secondo la medesima direttiva, la competenza per l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività delle società di gestione (o delle società d'investimento) e la vigilanza prudenziale spettano all'autorità competente del paese d'origine (quello in cui si trova, cioè, la relativa sede statutaria). Anche l'approvazione del regolamento di un fondo comune d'investimento è di competenza dello Stato di origine della società di gestione. Del pari, gli Stati membri devono esigere che l'amministrazione centrale del gestore sia situata nello Stato della propria sede statutaria. Tale impostazione ha essenzialmente lo scopo di prevenire una scelta speculativa dei sistemi di vigilanza, promuovendo la fiducia nell'efficienza della vigilanza dello Stato membro di origine: essa, d'altro canto, non preclude al gestore armonizzato di scegliere, una volta ottenuta l'autorizzazione, lo Stato o gli Stati membri in cui commercializzare gli OICVM.

Revisione delle restrizioni all'attività delle società di gestione. E' in relazione alle attività consentite che si riscontra una delle innovazioni più salienti: infatti, viene rimosso un principio strutturale della previgente disciplina, consentendo alla società di gestione (non anche alle società di investimento) di svolgere, in aggiunta ai servizi in cui si sostanzia la gestione collettiva⁵, anche quelli relativi alla gestione su base individuale di portafogli di investimento, nonché determinate attività a questi accessorie.

Nel solco dell'impostazione adottata da vari Stati membri, tra i quali l'Italia, assume ora rilievo paradigmatico lo statuto della società di gestione "armonizzata". L'attività di gestione di OICVM perde così, nell'ordinamento comunitario, il ruolo centrale che le veniva affidato dalla direttiva 85/611/CE. Ad essa possono, infatti, aggiungersi la gestione di organismi di investimento collettivo non armonizzati (purché, in relazione agli stessi, la società di gestione sia sottoposta a vigilanza prudenziale), nonché la gestione, su base discrezionale e individuale, di portafogli d'investimento per conto terzi, ivi inclusi i fondi pensione, rientranti nel campo di applicazione della direttiva 93/22/CEE sui

⁵ Questa scelta non intacca, peraltro, le ragioni a favore delle restrizioni a prestare la gestione collettiva, destinate a scongiurare il potenziale pregiudizio cui si esporrebbero gli investitori in ipotesi di esercizio della stessa da parte di soggetti non sottoposti ad alcun tipo di controllo preventivo, in ordine ai requisiti di professionalità, capacità tecnica e solidità economica.

servizi d'investimento in valori mobiliari (c.d. "DSI"), che, per le pertinenti disposizioni, diviene quindi applicabile alle società di gestione.

E', inoltre, consentita – subordinatamente all'abilitazione al servizio di gestione su base individuale – la prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e del servizio di custodia e amministrazione delle quote degli organismi di investimento gestiti dalla medesima società di gestione: il gestore collettivo può, in tal modo, assurgere – in concorrenza con gli altri intermediari – al rango di impresa finanziaria polifunzionale.

La *ratio* dell'ampliamento delle attività consentite risiede, evidentemente, nella volontà di potenziare la capacità delle società di gestione di convogliare alle iniziative gestorie una quantità di risorse maggiore, riducendone corrispondentemente i costi di transazione e gli oneri strutturali. Questa soluzione, d'altro canto, facilita al legislatore comunitario il compito di individuare le possibili soluzioni per eliminare le asimmetrie informative tra gestori e investitori, assoggettando i primi a regole minime di comportamento e trasparenza omogenee, più facilmente monitorabili da parte delle competenti autorità di vigilanza.

In questa luce, devono essere lette le disposizioni della Direttiva Gestione, tese ad individuare, per le società di gestione, i requisiti di professionalità ed affidabilità necessari per l'ottenimento dell'autorizzazione da parte dello Stato membro d'origine, consistenti, da un lato, nella presenza di una struttura organizzativa e di meccanismi di controllo interno adeguati ad assicurare la tutela degli investitori e a prevenire i conflitti di interesse (si pensi, ad esempio, alle norme che richiamano l'esigenza di assicurare una buona organizzazione amministrativa e contabile, meccanismi di salvaguardia in materia di elaborazione elettronica dei dati, procedure aziendali relative alla disciplina delle operazioni personali dei dipendenti, etc.); dall'altro, nella solvibilità del gestore, presidiata da un adeguato capitale iniziale e da fondi propri aggiuntivi coerenti con gli obblighi derivanti dalle attività svolte.

In particolare, in relazione al requisito della solvibilità, il frantumarsi della tradizionale figura di intermediario monofunzionale ha portato ad un innalzamento del livello degli investimenti necessari per la produzione del servizio di gestione, a scapito forse delle industrie di dimensioni più contenute e meno inclini, come l'italiana, ad "esportare" in Europa i propri servizi finanziari. Ora la società di gestione "armonizzata" deve disporre di un capitale iniziale pari

almeno a 125 mila euro, aumentato di fondi propri aggiuntivi in misura pari allo 0,02% del valore dei portafogli gestiti⁶, qualora tale valore superi 250 milioni di euro⁷.

Trattasi, invero, di norme destinate ad essere riesaminate entro il 13 febbraio 2005, alla luce degli sviluppi normativi in materia di requisiti patrimoniali, che attualmente occupano il legislatore comunitario in altre sedi internazionali.

Nozione di “gestione di portafogli collettivi” ed attività delegabili a terzi. Al fine di conseguire quell’“armonizzazione essenziale, necessaria e sufficiente per pervenire al riconoscimento reciproco delle autorizzazioni e dei sistemi di vigilanza prudenziale”, la Direttiva Gestione ha dovuto fornire, in primo luogo, una definizione di gestione di portafogli collettivi⁸ (assente dalla direttiva 85/611/CEE), mediante l’introduzione di apposito elenco non esaustivo delle specifiche funzioni riferibili a quest’attività. Si è inteso, in tal modo, eliminare possibili dubbi interpretativi su talune attività (quali la commercializzazione di quote, l’amministrazione, etc.) rispetto alle quali gli Stati membri avevano espresso orientamenti difformi, generando incertezza giuridica ed ostacolando, in tal modo, una vigilanza efficace.

In secondo luogo, dopo aver concentrato, in un unico soggetto, le competenze a svolgere le più svariate tipologie di gestione, il legislatore comunitario è intervenuto sulle possibili forme di interazione organizzativa, imponendo agli Stati membri di calibrare attentamente il contrappeso della più ampia flessibilità operativa. In questa luce, è prescritto che la facoltà di autorizzare la scomposizione del servizio di gestione in capo a più entità giuridiche distinte sia sempre informata a criteri di efficienza dell’attività stessa e di tutela dell’interesse degli investitori. Va, infatti, assicurato che gli schemi operativi siano realmente commisurati al perseguimento degli obiettivi

⁶ Per portafogli gestiti si intendono: (i) fondi comuni di investimento gestiti dalla società di gestione, compresi i portafogli per i quali la società ha delegato la gestione, ma esclusi quelli che essa gestisce in qualità di delegato; (ii) società di investimento della cui gestione è incaricata la società di gestione; (iii) altri organismi di investimento collettivo gestiti dalla società di gestione, compresi i portafogli per i quali la società ha delegato la gestione, ma esclusi quelli che essa gestisce in delega.

⁷ Per le società di investimento che non abbiano delegato l’attività di gestione ad una società di gestione è, invece, previsto un capitale minimo iniziale pari ad euro 300 mila.

⁸ Quanto all’attività di gestione di portafogli di investimento, si rinvia invece alla disciplina di cui alla direttiva 93/22/CEE del Consiglio, del 10 maggio 1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari.

imprenditoriali delle società di gestione, evitando che il decentramento di funzioni aziendali possa concretamente tradursi in uno “svuotamento” delle attività riservate a tali intermediari.

La codificazione di modelli organizzativi da parte degli Stati membri non può peraltro prescindere da obiettivi di certezza e trasparenza delle responsabilità: in tale ottica, la Direttiva Gestione dispone che il gestore-mandante resti sempre, nei confronti degli investitori e della vigilanza, il principale centro di imputazione delle responsabilità. Al fine di conseguire questi risultati, è fatto obbligo agli Stati membri di assicurare l’opportuna informativa delle autorità di vigilanza in ordine agli assetti organizzativi adottati dalle società di gestione e di presidiare affinché tali assetti non ostacolino l’ordinato svolgimento delle funzioni di vigilanza. E’ inoltre prevista una serie di “precondizioni”, o requisiti di liceità, cui il legislatore nazionale deve attenersi, nel recepire le direttive in esame.

Sotto il profilo soggettivo, occorre evitare, innanzitutto, che la presenza di distinti apparati produttivi si risolva in una “dequalificazione” dell’attività riservata al gestore comunitario. Per tale motivo, la delega di gestione può essere conferita solo a società abilitate e soggette a vigilanza prudenziale; ove si tratti di società di un paese non appartenente all’Unione europea, dev’essere invece assicurata l’esistenza di apposite intese di collaborazione tra le autorità di vigilanza (affinché l’autorità competente possa valutare la presenza dei requisiti di professionalità ed affidabilità del soggetto incaricato). Più in dettaglio, è necessario che il delegato provi di essere un soggetto qualificato ed idoneo a svolgere le funzioni specificamente affidate.

Sotto il profilo dei contenuti del mandato, inoltre, il gestore-mandante è chiamato a definire periodicamente i criteri di ripartizione degli investimenti e a dotarsi dei presidi necessari per controllare efficacemente e nel *continuum* l’attività svolta per suo conto. In particolare, il gestore deve conservare la possibilità di impartire, in qualsiasi momento, ulteriori istruzioni e di revocare l’incarico con effetto immediato, ove ciò risponda all’interesse degli investitori.

La Direttiva Gestione detta, inoltre, un’ulteriore regola a tutela dell’indipendenza della funzione gestoria: essa non può essere conferita né al depositario, né ad una qualsiasi società i cui interessi siano potenzialmente in conflitto con quelli della società di gestione o dei singoli detentori delle quote. E’ evidente come, con tale previsione, il legislatore comunitario intenda, in primo

luogo, porre definitivamente un veto sulla prassi diffusa in taluni paesi dell'Unione di concentrare le funzioni caratteristiche della gestione sul depositario, frustando in tal modo il principio di indipendenza che dovrebbe informare l'attività di controllo di quest'ultimo (sancito dal divieto di attribuire le funzioni di gestione e di depositario alla stessa società, di cui all'art. 10 della direttiva 85/611/CEE).

Non è altrettanto chiara, invece, l'effettiva portata del divieto di conferimento di deleghe gestorie a tutte le società in potenziale conflitto d'interessi con il gestore o con i detentori delle quote. Esso è infatti espresso in termini molto generici. E' da escludere che, nonostante la genericità del dettato normativo, il divieto costituisca un richiamo meramente rituale; esso sembra volto a sollecitare la consapevolezza che il contesto operativo è mutato e richiede, più che in passato, l'impegno degli intermediari a operare non solo nel rispetto formale delle disposizioni, ma nell'osservanza sostanziale delle regole di buona fede e di correttezza nelle relazioni d'affari. E' auspicabile che, in sede interpretativa, gli Stati membri chiariscano, secondo linee condivise, in che modo gli intermediari debbano farsi concretamente carico di verificare i potenziali conflitti d'interesse con il delegato e come tali conflitti debbano essere gestiti, tenuto conto della natura tendenzialmente durevole delle deleghe gestorie e dei notevoli oneri, in termini di presidi tecnologici e di risorse, che esse comportano. L'armonizzazione della disciplina dei conflitti d'interesse dovrà tenere in debita considerazione, d'altro canto, anche gli esiti del recepimento, negli ordinamenti nazionali, del processo di revisione della stessa DSI, nonché degli *standard* di condotta elaborati dal CESR, che con le specifiche regole in tema di delega mantengono una posizione di necessaria dialettica. E' evidente come una lettura troppo stringente del divieto in esame in uno Stato membro potrebbe porre gli intermediari di tale Stato in posizione di svantaggio competitivo nei confronti di intermediari di altri Stati, anche non appartenenti all'Unione europea, favorendo episodi di arbitraggio normativo.

E' affidato, infine, al prospetto dell'OICVM il compito di fissare, nel rapporto con l'investitore, le regole delle deleghe gestorie. Il vario atteggiarsi dello schema organizzativo adottato nel processo di gestione viene ad incidere, pertanto, anche sui rapporti con l'investitore.



Introduzione di un prospetto semplificato. Allineandosi alla diffusa convinzione che il quadro instaurato dalla direttiva OICVM in materia d'informativa agli investitori fosse scarsamente rispondente alle esigenze dell'investitore medio, bisognoso di meno informazioni, più chiare e semplici di quelle previste dalla disciplina previgente, la Direttiva Gestione ha introdotto l'obbligo di redazione di un prospetto semplificato.

Tale prospetto, già previsto in diversi ordinamenti dell'Unione europea, tra i quali l'italiano, è destinato a contenere le sole informazioni ritenute essenziali per l'investitore, che viene perciò ad essere facilitato nella comprensione del contratto d'investimento proposto.

La consegna del prospetto completo, contenente informazioni più particolareggiate sull'OICVM, come pure il regolamento del fondo (ovvero, nel caso delle società di investimento, gli atti costitutivi della società) non sarà più obbligatoria. Tali documenti dovranno in ogni modo essere messi gratuitamente a disposizione dell'investitore che ne faccia richiesta.

Si avverte nuovamente, e con estrema chiarezza, come da una disciplina informata al criterio della trasparenza e parità d'accesso alle informazioni rilevanti – indifferente alle condizioni socio-economiche degli investitori ed in larga misura radicata sul principio dell'autonomia negoziale, che tendeva a parificare la conoscibilità alla conoscenza effettiva – si stia progressivamente delineando uno speciale “statuto” favorevole al contraente debole, allo scopo di fornire risposte appaganti alle esigenze, accresciute nel numero e nell'intensità, di tutela degli investitori.

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

Sono attualmente disponibili i seguenti :

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

Gli interessati possono chiederne copia a :

Laboratorio di Analisi Monetaria

Università Cattolica del Sacro Cuore

Via L. Necchi, 5 - 20123 MILANO MI (tel. 02/7234.2466 - fax 02/7234.2702)

e-mail: laboratorio.monetario@unicatt.it

sito web: www.assbb.it