



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2004

Rapporto redatto nel mese di **giugno 2004** da:

Piero Giarda (responsabile), Maria Flavia Ambrosanio, Mario Anolli, Domenico Delli Gatti, Laura Nieri, Giacomo Vaciago e Giovanni Verga.

con la **collaborazione** di: Stefania Andreotti, Giovanni Barone, Stefano Corona, Daniele Limonta, Maurizio Marchiori, Davidia Zucchelli e Elisabetta Scansani (segreteria).

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine giugno 2004.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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



INDICE

SINTESI	pag. I
IL MONDO E' RITORNATO NORMALE	“ 1
1 – L’EVOLUZIONE DELLA CONGIUNTURA ECONOMICA E FINANZIARIA	“ 3
1. Il quadro macroeconomico	“ 3
2. I tassi di interesse	“ 15
3. L’evoluzione degli aggregati monetari e creditizi	“ 27
2 – L’ECONOMIA CINESE: UN NUOVO MOTORE DELLA CRESCITA	“ 37
1. Un <i>excursus</i> storico	“ 38
2. L’odierna fase congiunturale	“ 41
3. Il ruolo del settore bancario	“ 48
4 “La questione” del tasso di cambio	“ 54
5. Conclusioni	“ 59
3 – LE OBBLIGAZIONI DELLE IMPRESE E I LORO RENDIMENTI	“ 61
1. Sviluppo e crescita del mercato	“ 61
2. I sottoscrittori e i collocamenti	“ 64
3. Analisi dei rischi, rating e mercato secondario	“ 67
4. Alcune proprietà dei rendimenti dei titoli <i>corporate</i>	“ 70
5. Rating e spread: un puzzle (parzialmente) irrisolto?	“ 74
4 – LA NUOVA DIRETTIVA SUI MERCATI FINANZIARI	“ 77
1. Le disposizioni riguardanti i servizi di negoziazione	“ 78
2. Alcuni effetti sulla concorrenza dei mercati	“ 82
3. Considerazioni di sintesi	“ 88
5 – LE PREVISIONI DEI TASSI A BREVE	“ 93

SINTESI

L'evoluzione della congiuntura economica e finanziaria – Lo scenario nella prima parte del 2004 si presenta caratterizzato da una espansione della domanda mondiale – trainata dalla Cina, dagli Stati Uniti e dal Giappone (l'Europa è in lenta ripresa) – che sta determinando un'impennata dei prezzi delle materie prime (petrolio in particolare). Pur in mancanza di evidenti pressioni inflazionistiche, lo shock da offerta sta suscitando timori per lo scenario prospettico dell'inflazione futura che ha già indotto un aumento dei tassi a lungo termine sia negli Usa che in Europa, alimentando le aspettative di un'inversione di rotta delle politiche monetarie. Il 30 giugno la Fed ha avviato la stretta, seppur con un modesto rialzo di 25 centesimi, mentre la Bce è rimasta attestata su posizioni precedenti.

Il miglioramento delle condizioni economiche ha portato ad una progressiva discesa degli *spread* tra i titoli *corporate* ed i titoli governativi, che ha interessato soprattutto le emissioni con rating inferiori e con durata finanziaria più bassa.

Per quanto riguarda invece i principali aggregati monetari e creditizi dell'area euro, i primi quattro mesi dell'anno hanno confermato le tendenze già manifestatesi alla fine del 2003: rallentamento della crescita di M3 (che rimane tuttavia superiore al presunto valore di equilibrio del 4,5%) e forte crescita della componente più liquida M1; stabilità della dinamica del credito al settore privato.

In Italia la raccolta bancaria – la cui crescita continua a mantenersi sostenuta – appare sempre più polarizzata verso le due componenti dei depositi in conto corrente e delle obbligazioni; gli impieghi sono invece in rallentamento, sostenuti unicamente dalla componente a medio lungo termine. Le famiglie si confermano il comparto con la crescita più vivace (anche nel confronto con la zona euro) mentre per le imprese emerge un'accelerazione delle sofferenze.

L'economia cinese: un nuovo motore della crescita – Il sistema economico cinese sembra trovarsi di fronte ad un bivio: o continuare a crescere a ritmi sostenuti (nel primo trimestre 2004 il Pil è aumentato su base tendenziale del 9,7% trainato dagli investimenti fissi lordi, +43%), con il rischio di una brusca correzione, oppure cercare di decelerare gradualmente il ritmo dell'attività di investimento. A differenza di quanto avvenuto dieci anni or sono, infatti, il ciclo attuale denota uno stato di disequilibrio solo dal lato degli investimenti, senza eccessive pressioni inflazionistiche ed in presenza di un avanzo di parte corrente.

La condizione di sovra investimento nella quale si trova il Paese è il risultato di fattori sia esterni (basso livello dei tassi di interesse che ha favorito un massiccio deflusso di capitali dai maggiori centri finanziari internazionali) che interni (finanziamenti bancari erogati sulla base di logiche politiche e assenza per il risparmio domestico di alternative di investimento).

Stante la sua centralità – in quanto unico soggetto attivo nel campo dell'intermediazione finanziaria – il sistema bancario cinese necessita di una trasformazione e di un rafforzamento, sia attraverso l'apertura alla concorrenza, sia



mediante l'iniezione di capitali privati ed una drastica riduzione della quota di crediti inesigibili, questi ultimi dovuti anche allo stretto legame creatosi in passato tra le imprese statali, del tutto inefficienti, e le quattro grandi banche a partecipazione statale.

Il massiccio afflusso di capitali dall'estero di cui le banche cinesi stanno beneficiando – alimentato dalle aspettative di rivalutazione del renminbi nei confronti del dollaro e sterilizzato dalle autorità monetarie nel tentativo di limitare la crescita della liquidità bancaria e dei prestiti – rende ormai improrogabile affrontare la “questione” del cambio: non soltanto in termini di livello, ma anche di piena convertibilità in conto capitale e di regime.

Le obbligazioni delle imprese e i loro rendimenti – Con l'avvento dell'euro, il mercato delle obbligazioni *corporate* ha mostrato una significativa crescita dimensionale, che ha progressivamente interessato anche le emissioni con più bassi livelli di rating o addirittura *unrated*. La moneta unica, infatti, annullando i rischi di cambio, ha ampliato le opportunità di diversificazione dei portafogli degli investitori istituzionali mentre la generalizzata riduzione dei tassi d'interesse ha spinto gli investitori alla ricerca di nuove opportunità più redditizie. Dal lato degli emittenti, benché il ricorso al mercato presenti una serie di vantaggi rispetto al credito bancario, esso di fatto rappresenta un'alternativa praticabile solo per aziende con rating “*investment grade*” ed emissioni di almeno 300 milioni di euro.

Gli spread tra i rendimenti delle obbligazioni *corporate* e quelli dei titoli di Stato risultano sensibili all'andamento dell'economia, del mercato azionario e dei rendimenti delle altre attività finanziarie, interne ed estere: il grado di correlazione (positiva o negativa) è tanto più elevato quanto più basso è il rating e più lontana la scadenza. L'influenza del rating sulla formazione degli spread appare più forte di quello che dovrebbe essere in base alla sola considerazione della probabilità storica di *default*, ma sulle motivazioni di tale fenomeno non vi è ancora pieno accordo fra gli studiosi.

La nuova direttiva sui mercati finanziari – Il 21 aprile 2004 è stata approvata dal Parlamento Europeo la nuova direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari. La principale novità riguarda l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi sui mercati regolamentati, con la previsione che essi possano avvenire anche su sistemi multilaterali di negoziazione e/o in contropartita diretta da parte dell'impresa di investimento che riceve l'ordine di negoziazione (internalizzazione). Parallelamente è stato ampliato l'ambito di applicazione della normativa (sia in termini di servizi che di strumenti finanziari soggetti) e sono state definite specifiche regole di trasparenza per ciascuna delle modalità di svolgimento dei servizi di negoziazione previste.

Il venir meno dell'obbligo di concentrazione, benché finalizzato ad accrescere la concorrenza, determinerà una frammentazione i cui rischi potranno essere parzialmente compensati solo attraverso rigorosi obblighi di trasparenza e l'attivazione di meccanismi di consolidamento fra i vari mercati.

L'internalizzazione, in particolare, presenta più controindicazioni che vantaggi in quanto, limitando l'esposizione di una parte degli ordini, finisce per alterare il meccanismo di formazione dei prezzi e di creazione della liquidità, riducendo la significatività del valore segnaletico delle quotazioni.

Nel contesto che verrà delineandosi con l'entrata in vigore della nuova direttiva, la scelta strategica che si profila per i maggiori intermediari italiani sarà tra internazionalizzazione da una parte e difesa del mercato regolamentato dall'altra. In presenza di un flusso di ordini frammentato, infatti, il beneficio derivante dalla gestione di un sistema multilaterale di negoziazione difficilmente potrebbe compensare i costi per la sua creazione e gestione.

Le previsioni dei tassi a breve – In base alle informazioni disponibili, lo scenario di evoluzione dei tassi a breve per i prossimi mesi non prevede, nell'immediato, variazioni del tasso repo rispetto al livello attuale del 2%, mentre i tassi Euribor a 1 e a 3 mesi potrebbero registrare lievi incrementi. Le stime econometriche segnalano tuttavia una tendenza al rialzo per il 2005 e la prima manovra sul tasso ufficiale, di importo modesto, potrebbe già avvenire alla fine del corrente anno.

IL MONDO È RITORNATO NORMALE*

Negli ultimi mesi, abbiamo avvertito che il mondo stava tornando ad essere “normale”: in tutti i paesi, a cominciare dai tre più importanti nelle rispettive aree, Giappone, Germania e Stati Uniti, l’inflazione tornava a crescere. E soprattutto tornava a crescere l’inflazione attesa, e con lei i tassi di interesse a lunga. Le Banche centrali ritrovavano così la loro più fisiologica missione, che è anche quella nei confronti della quale hanno più efficacia i loro strumenti. Che è appunto quella di contrastare le aspettative di inflazione, per evitare che l’inflazione acceleri.

Si è quindi dissolto il rischio della deflazione – che è stata l’esperienza vissuta dall’economia giapponese negli anni scorsi – e che era stato prospettato un anno fa sia nel caso della Germania sia nel caso degli Stati Uniti. Con l’inflazione già ai minimi storici, e l’economia reale che faticava a riprendersi dopo la fine della bolla finanziaria e gli attacchi terroristici, il pericolo era quello che si diffondessero previsioni di una discesa del livello dei prezzi. Come è noto – e il Giappone ce l’ha ben ricordato negli anni ’90 – il capitalismo rischia di impantanarsi nella depressione se la riduzione attesa dei prezzi induce a rinviare decisioni di spesa. Il contrario avviene con inflazione attesa positiva o leggermente crescente: la propensione a spendere, da parte delle famiglie e delle imprese, ne è sostenuta.

Superati i timori di deflazione, il problema odierno è tornato ad essere quello prevalente negli ultimi 50 anni, cioè di contrastare un indesiderato aumento dell’inflazione – senza interrompere una ripresa che appare forte, ma può ancora risultare fragile.

Nel caso di un’economia “piccola e aperta” come quell’inglese, il problema è stato già affrontato. La Bank of England, un quarto di punto per volta, ha infatti già aumentato i tassi quattro volte. E non c’è dubbio che continuerà a farlo, se lo ritenesse necessario. D’altra parte, nel caso inglese la politica monetaria è severamente costretta. L’obiettivo dell’inflazione da mantenere nel tempo è misurato da un aumento dei prezzi al consumo del 2% (da quest’anno l’obiettivo fissato dal governo inglese è più simile a quello della BCE!). E il

* A cura di G. Vaciago.



risultato degli anni scorsi è stato in linea con gli obiettivi, più di quanto non stia riuscendo alla BCE.

Ma è evidente che il vero problema – anche per le potenziali conseguenze nei nostri confronti – è quello della politica monetaria americana. Per tre principali motivi:

1. La Fed è riuscita a mantenere una politica monetaria così tanto espansiva (il tasso ufficiale fino a pochi giorni fa è stato un minimo storico, sia in termini nominali sia in termini reali) proprio perché temeva la deflazione (e manifestava in pubblico questi timori). Di fatto, la politica monetaria è risultata ancora più espansiva del previsto.
2. A questi bassi tassi di interesse, è continuamente cresciuto l'indebitamento non solo pubblico, ma anche privato. E' perciò più fragile l'equilibrio di tanti bilanci, in presenza di un nuovo aumento dei tassi di interesse.
3. Finora la maggior inflazione è stata comunque modesta nel caso dei beni (confermando l'aumentata elasticità dell'offerta), ma sostanzialmente concentrata su materie prime (petrolio e altre) e attività patrimoniali (case, fabbriche, terreni), cioè tutti casi nei quali l'offerta non poteva aumentare quanto la domanda. E' peraltro da prevedere che l'inflazione possa poi contagiare anche il mondo della produzione.

A questo punto, per misurare i rischi posti da una politica monetaria restrittiva negli USA, bisogna ancora tener conto del fatto che negli ultimi anni – con il virtuale aggancio al dollaro di molte altre monete di paesi emergenti – l'espansione monetaria della Fed si era estesa a buona parte del globo (area – Euro esclusa, come si deduce dall'apprezzamento dell'Euro).

Sappiamo da tempo che in un'area a cambi fissi c'è una sola banca centrale, ed è quella posta al centro del sistema; ed una sola politica monetaria, che è quella che lei “esporta” in tutta l'area. La cautela con cui si muove – e continuerà a muoversi – la Fed dipende dunque dalla necessità di tener conto non solo degli Stati Uniti, ma anche del resto del mondo che ha finora seguito il dollaro, e di preoccuparsi di possibili fragilità finanziarie in tutta questa area.

Non c'è dubbio che continueremo a vivere in tempi interessanti....

1. L'EVOLUZIONE DELLA CONGIUNTURA ECONOMICA E FINANZIARIA*

L'economia mondiale si è rimessa su sentieri di crescita. Il quadro macroeconomico complessivo si caratterizza per un significativo aumento della domanda mondiale trainata da Stati Uniti, Cina e Giappone con un'Europa in ripresa a tassi ancora relativamente bassi. Sul fronte dei prezzi, spicca l'aumento del prezzo del petrolio originato dall'aumento della domanda e dell'insufficiente adeguamento della produzione. Pure in mancanza di evidenti pressioni inflazionistiche, lo scenario prospettico dell'inflazione futura ha indotto un aumento dei tassi a lungo termine sia in USA che in Europa e un primo intervento della Fed sui propri tassi di *policy*. Il miglioramento delle condizioni economiche ha portato ad una progressiva discesa degli spread fra i titoli *corporate* e i titoli di Stato. In Europa è in rallentamento la crescita di M3 ma continua, a tassi elevati, la crescita di M1. Rimane stabile la crescita del credito al settore privato.

In Italia, continua la crescita sostenuta della raccolta bancaria, l'indicatore più significativo delle ridotte opportunità d'investimento sui mercati finanziari. Sul lato degli impieghi spicca la forte dinamica dei prestiti alle famiglie, sia nella componente mutui che nella componente prestiti al consumo. In Italia, diversamente da quanto avviene negli altri grandi paesi europei, il credito bancario – nonostante le politiche di rientro attuate da molte aziende – si conferma come la fonte principale di finanziamento delle imprese.

1. Il quadro macroeconomico

Nella prima parte del 2004, lo scenario macroeconomico internazionale si caratterizza per un irrobustimento dell'espansione a livello mondiale, un'impennata dei prezzi delle materie prime, il riaffiorare di timori di recrudescenza inflazionistica, il diffondersi di aspettative di inasprimento della politica monetaria negli USA e in Europa. Ovviamente, questi fenomeni sono tra loro concatenati. Il fortissimo *aumento del prezzo delle materie prime* – in particolare quello del petrolio, che ha superato i \$40 a barile, come ai tempi della

* A cura di D. Delli Gatti e G. Verga. Realizzato con la collaborazione di M. F. Ambrosiano, L. Nieri, G. Barone, M. Marchiori e S. Corona.



crisi del Golfo del 1991 – è unanimemente ricondotto al *boom della domanda di materie prime* dovuto in primo luogo all’eccezionale espansione cinese e alla sostenuta ripresa statunitense (e giapponese). Per una volta almeno, le colpe di un rincaro delle materie prime non possono essere addossate all’OPEC e ai paesi produttori, che sono stati colti di sorpresa dal dinamismo dei prezzi del petrolio al pari di molti analisti congiunturali. In un certo senso, l’aumento del prezzo del petrolio è la conseguenza ultima di *una espansione della domanda di prodotti* in aree cruciali dell’economia mondiale.

L’aumento del prezzo delle materie prime si ripercuote sullo scenario macroeconomico dei paesi produttori di beni (emergenti ed industrializzati) con tutte le caratteristiche di uno *shock da offerta*, ponendo un freno all’espansione e soprattutto spingendo verso l’alto sui costi delle imprese. Ne discendono timori diffusi di *recrudescenza inflazionistica* a livello mondiale. L’*Economist* ha efficacemente sintetizzato questi timori con il titolo “Ritorno agli anni 70?”. Il punto interrogativo è d’obbligo, dal momento che i dati attualmente e disposizione non sono ancora preoccupanti – anche tenendo conto che, non più di un anno addietro ci si interrogava sui rischi di deflazione in USA e Germania – ma la formazione delle aspettative di inflazione futura è fortemente influenzata dagli sviluppi correnti. Dall’andamento dei tassi di interesse di mercato, infatti, emerge chiaramente che le aspettative di inflazione sono al rialzo.

Ai timori di *recrudescenza inflazionistica* contribuisce anche il giudizio pressoché unanime sul tenore delle politiche monetaria e fiscale in USA, Europa, Giappone, Cina. Ovunque si guardi, si ottengono indicazioni di politiche di *demand management* tendenzialmente accomodanti e talvolta decisamente espansive. La combinazione di uno shock da offerta dovuto all’impennata del prezzo del petrolio e di un *mix* di politica economica “lassista” non lascia adito a dubbi sul segno degli sviluppi futuri dell’inflazione.

Ne discende quasi naturalmente il diffondersi di aspettative di inversione di rotta delle politiche monetarie con il passaggio ad una fase di progressivo rialzo dei tassi di interesse in primo luogo negli USA e nell’area Euro. Tali aspettative hanno trovato una prima conferma nell’incremento del tasso di intervento deciso dalla Fed il 30 giugno.



Il rincaro del petrolio è dovuto al boom della domanda ...

Il rincaro delle materie prime è generalizzato – l'indice dei prezzi delle *commodities* calcolato dall'Economist è cresciuto del 20% tra la metà del 2003 e la metà del 2004 – ma l'incremento di prezzo più rilevante riguarda il petrolio, come mostra la TAB. 1.1.

TAB. 1.1 - Tassi di variazione percentuali dei prezzi delle materie prime

	2001	2002	2003	2004*
Brent (livello in \$/b)	-13,8% (24,4)	+2,4% (25,0)	+15,3% (28,8)	+1/+12,8% (29,1/32,5)
Materie prime non petrolifere	-5,4%	+3,9%	+7,5%	+13,5%
Metalli	-9,8%	-2,7%	+11,9%	+30,8%
Agricole	-4,9%	+1,6%	+3,8%	+6,2%

Note: (*) Stime Caboto Aprile 2004. Per il prezzo del Brent, la previsione di aprile era di \$29,1 a barile, rivista verso l'alto a \$32,5 a metà maggio. Di qui la forchetta dei tassi di incremento del prezzo stimata per il 2004.

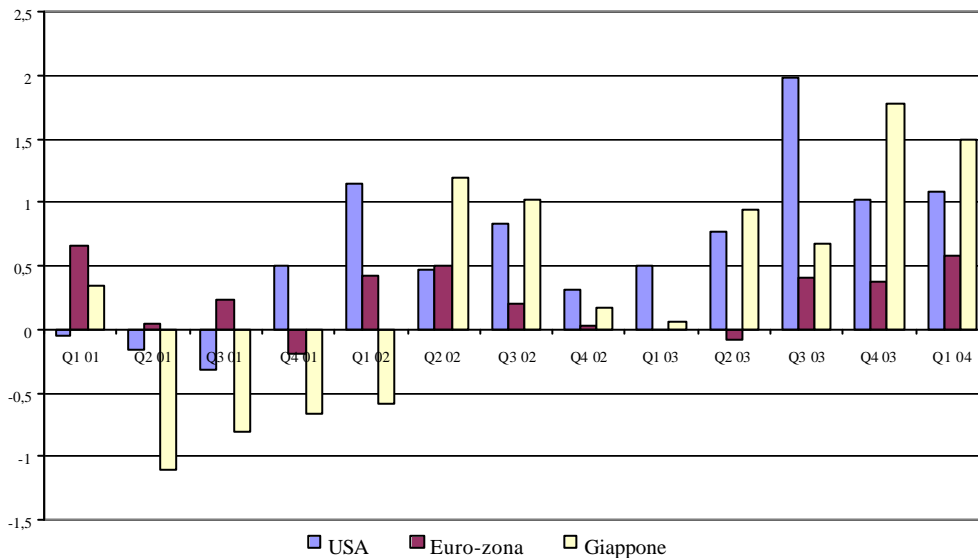
L'aumento del prezzo del petrolio – che ha avuto inizio nella primavera del 2003 – ha raggiunto l'apice a aprile-maggio dell'anno corrente, con il WTI che superava i 40 dollari a barile e il Brent che raggiungeva i 38. A giudizio pressoché unanime degli analisti, a trainare il prezzo è la domanda proveniente, in primo luogo, da USA e Cina. In USA, nel primo trimestre 2004, la domanda di benzina si è attestata sul livello medio di circa 9 milioni di barili al giorno (mb/g), un record storico. In un certo senso sono stati anticipati i picchi di domanda di carburante che si verificano solitamente in estate. Quanto alla domanda cinese, nel solo primo trimestre è cresciuta di un quinto. L'ordine di grandezza dell'aumento medio annuo stimato per il 2004 è di circa il 10%, tre punti percentuali in più rispetto al 2003. Un contributo significativo proviene anche dal ritmo sostenuto della espansione giapponese.

L'OPEC non riveste responsabilità particolari per l'aumento dei prezzi. Non è quindi una riduzione pilotata dell'offerta che ha spinto verso l'alto i prezzi del petrolio. I paesi aderenti al cartello, infatti, stanno producendo in eccesso rispetto alle quote che si erano prefissati. Ci si interroga ora sul ritmo di espansione dell'offerta per valutare se è prevedibile un rientro delle tensioni accumulate in questi mesi. Su questo punto c'è molta incertezza. Il cartello

aveva deciso dei tagli di produzione che – per fortuna dei paesi importatori – non sono mai stati messi in pratica. Ma anche scontando che in futuro non vi siano ulteriori tagli, il ritmo dell’offerta sembra in ritardo rispetto alla domanda.

Esiste un po’ di capacità produttiva inutilizzata ma insufficiente a far fronte alla domanda attuale. Inoltre i rischi di instabilità geo-politica in aree cruciali per l’estrazione (Iraq, Venezuela, Nigeria) rendono non improbabili improvvise strozzature dell’offerta (non manovrabili o influenzabili politicamente come quelle decise dal cartello stesso). Se poi, come la vicenda dei tagli decisi e mai attuati sembrerebbe mostrare, anche i membri del cartello vanno in ordine sparso, si può nutrire qualche dubbio sul fatto che un’eventuale improvvisa crisi da offerta sia neutralizzabile con un aumento della produzione concordata a livello OPEC.

FIG. 1.1 – Il ciclo in USA, Euro-zona e Giappone
(tassi di variazione congiunturali *non annualizzati* del PIL)



...trainata dalla espansione internazionale

Il dinamismo della espansione mondiale, come si è detto, è la ragione di fondo dell’aumento della domanda di materie prime che ha spinto verso l’alto i prezzi degli input importati. La vivacità dell’espansione cinese è ormai un dato acquisito, nonostante il rallentamento dal 9 al 7% (!) del tasso di crescita medio annuo del PIL intervenuto dopo il 1997. (Sulla Cina si veda il saggio di approfondimento pubblicato più avanti su questo stesso numero di *Osservatorio*).

Per illustrare la dinamica dell'attività economica nei principali paesi industrializzati, nella FIG. 1.1 abbiamo riportato i tassi di crescita congiunturali (non annualizzati) del PIL in USA, nell'Euro-zona e in Giappone negli ultimi tre anni.

A trainare la ripresa mondiale è sempre la locomotiva statunitense che però sta decelerando dopo aver toccato picchi di crescita molto forti nella seconda metà del 2003. In fase di accelerazione è invece l'economia giapponese, che attualmente sta crescendo più rapidamente degli USA. Come al solito, la vaporiera europea arranca, anche se possiamo consolarci con il fatto che il segno della variazione del PIL è oggi positivo, diversamente da quanto avveniva in passato.

- Stati Uniti

Nel primo trimestre 2004 il tasso di crescita congiunturale annualizzato è stato del 3,9% (contro una stima iniziale del 4,4%), sostanzialmente in linea con quello realizzato nell'ultimo trimestre del 2003 e la metà di quello – certamente eccezionale – registrato nel terzo trimestre del 2003 (TAB. 1.2).

TAB. 1.2 – USA: PIL e sue componenti
(tassi di variazione congiunturali *annualizzati*)

	II-03	III-03	IV-03	I-04
PIL	3,1	8,2	4,1	3,9
Consumi	3,4	6,9	3,2	3,8
Investimenti	7,0	12,8	10,9	9,4
Spesa pubblica	7,4	1,8	-0,1	3,0
Esportazioni	-1,1	9,9	20,5	9,4
Importazioni	9,1	0,8	16,4	10,4

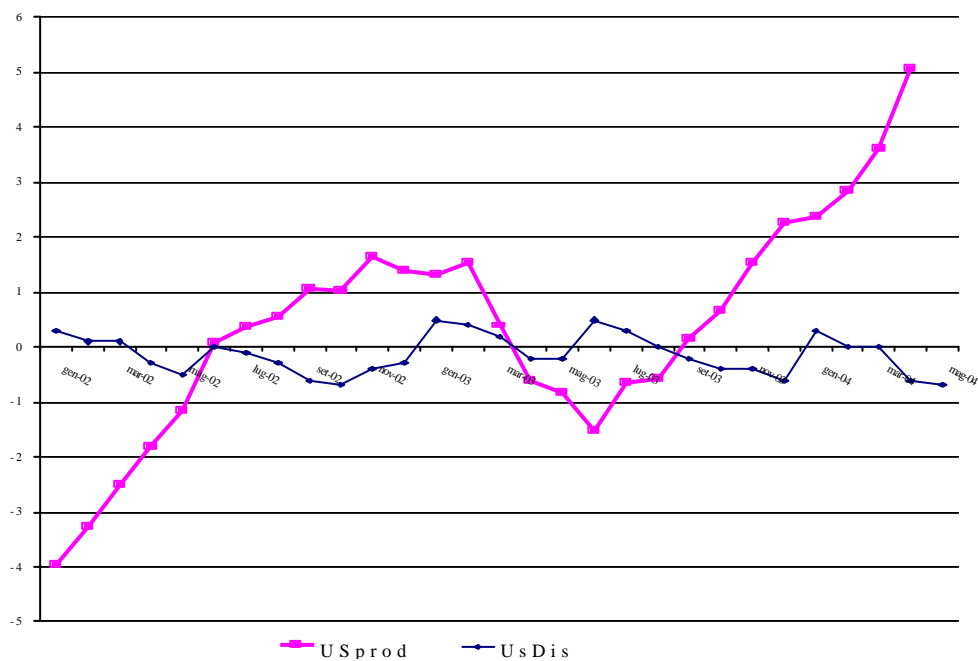
I consumi rimangono tonici: il tasso di crescita è stato del 3,8% nel primo trimestre (3,2% nel quarto trimestre 2003). Si ritiene tuttavia che l'effetto positivo dei rimborsi fiscali sul reddito disponibile (e quindi sui consumi) – che aveva trainato la straordinaria espansione del secondo semestre 2003 – sia in fase di affievolimento.

La dinamica degli investimenti complessivi è stata più che soddisfacente, il tasso di crescita nel primo trimestre è stato del 9,4%, ma in flessione rispetto a quello registrato nello scorcio finale del 2003 (10,9%). Si è aperta inoltre una

forbice tra gli investimenti in macchinari e attrezzature, che si contraggono, e quelli in software che sono tuttora in piena espansione. Si manifestano forti dubbi sulla tenuta degli investimenti nel prossimo futuro alla luce della stagnazione degli ordinativi di beni capitali nel primo trimestre dell'anno in corso, dopo il boom nell'ultimo trimestre del 2003.

Gli USA stanno uscendo dalla *jobless growth* di cui si è discettato a lungo l'anno scorso. Il numero di occupati sta crescendo a ritmi considerevoli: nell'arco del primo trimestre sono oltre 170 mila i nuovi occupati (contro i 60 mila del quarto trimestre dello scorso anno). La FIG. 1.2 riporta i tassi di variazione tendenziali della produzione industriale e lo scostamento del tasso di disoccupazione corrente dalla media del periodo considerato (2002-2004), pari al 6%. Dal grafico non emergono che rari episodi di andamento *nella stessa direzione* delle due serie, nel corso del 2002 e del 2003. Generalmente e soprattutto nella prima parte del 2004, invece, alla forte crescita della produzione industriale si accompagna una considerevole riduzione del tasso di disoccupazione.

FIG. 1.2 – USA: produzione industriale (var. tendenziali) e tasso di disoccupazione (scostamenti dal 6%)



Il tasso di disoccupazione quindi ha subito un ridimensionamento non trascurabile scendendo al di sotto della media di periodo (6%) che si trova però un punto percentuale al di sopra della soglia del 5%, generalmente considerato il tasso di disoccupazione NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

- Giappone

Nel primo trimestre dell'anno in corso il tasso di crescita congiunturale del PIL giapponese è stato più rilevante di quello degli USA (si veda la FIG.1.1). Nella TAB. 1.3 si riportano i dati storici fino al 2003 e quello del PIL per il primo trimestre dell'anno in corso. Tra parentesi i tassi di crescita delle componenti del PIL stimati da Caboto.

TAB. 1.3 – Giappone: PIL e sue componenti
(tassi di variazione congiunturali *annualizzati*)

	II-03	III-03	IV-03	I-04
PIL	3,4	2,5	7,0	6,1 (1,2)
Consumi	1,2	2,0	3,3	(0,6)
Investimenti	18,8	-0,8	22,0	(-1,1)
Inv. pubblici	-14,0	-19,0	-1,0	(-6,5)
Esportazioni	6,5	13,4	17,9	(11,1)
Importazioni	-4,6	10,8	5,7	(7,8)

Note: (*) Tra parentesi stime Caboto, aprile 2004.

Ormai, a giudizio pressoché unanime degli analisti, il punto di inversione ciclica è stato raggiunto e l'economia giapponese si sta lasciando alle spalle la "sindrome" che l'ha appiattita su un sentiero di crescita erratico ma prossimo allo zero per tutti i passati dieci anni. In questo periodo a trimestri di espansione si succedevano trimestri di contrazione dell'attività produttiva. Di contro, in tutti i trimestri dello scorso anno il tasso di variazione percentuale del PIL è stato positivo e per valori superiori allo 0,5% toccando un massimo dell'1,7% (oltre il 7% annualizzato) negli ultimi tre mesi del 2003.

A trainare la crescita nel primo trimestre del 2004 sembrerebbe essere stata la domanda estera. Nonostante l'apprezzamento dello yen, quindi, la domanda estera netta ha dato uno stimolo rilevante alla ripresa.

L'impetuosa espansione in Cina e la crescita sostenuta delle economie asiatiche alimentano la domanda di prodotti giapponesi fin dalla fine della crisi

dell'estremo oriente nello scorcio finale dello scorso decennio. Nel periodo 2000-2003, le esportazioni giapponesi verso i paesi asiatici sono aumentate di oltre il 40%. Il peso della Cina come mercato di sbocco delle esportazioni giapponesi è salito dal 5,5 al 12% nello stesso periodo. La necessità di soddisfare la domanda estera ha consentito di prosciugare l'eccesso di capacità produttiva e per questa via di far ripartire il ciclo degli investimenti nel 2003.

Tuttavia, se, come appare probabile, anche in Cina si assisterà ad un ridimensionamento della espansione – un *soft landing* pilotato dalla banca centrale – la domanda estera di prodotti giapponesi potrebbe risentirne e lo stimolo da esportazioni venire meno. La crescita del PIL giapponese sembra essere oggi – anche se è forse prematuro concludere che l'uscita dal tunnel della recessione/inflazione è definitivamente avvenuta – un fattore persistente dell'economia mondiale.

- Eurolandia

Lo scenario macroeconomico europeo è caratterizzato da una persistente fiacchezza della espansione, come mostra il grafico di FIG. 1.1. La ripresa quindi c'è ma è debole sebbene in fase di accelerazione. Il tasso di crescita congiunturale non annualizzato del PIL dell'area Euro nel primo trimestre 2004 è stato dello 0,6%, il doppio di quello registrato nel quarto trimestre 2003. La componente più dinamica (per usare un eufemismo) della domanda aggregata a livello continentale è risultata quella per beni di investimento, seguita a ruota dalla domanda estera. Si veda a questo proposito la TAB. 1.4.

TAB. 1.4 – Area Euro: PIL e sue componenti
(tassi di variazione congiunturali *non annualizzati*)

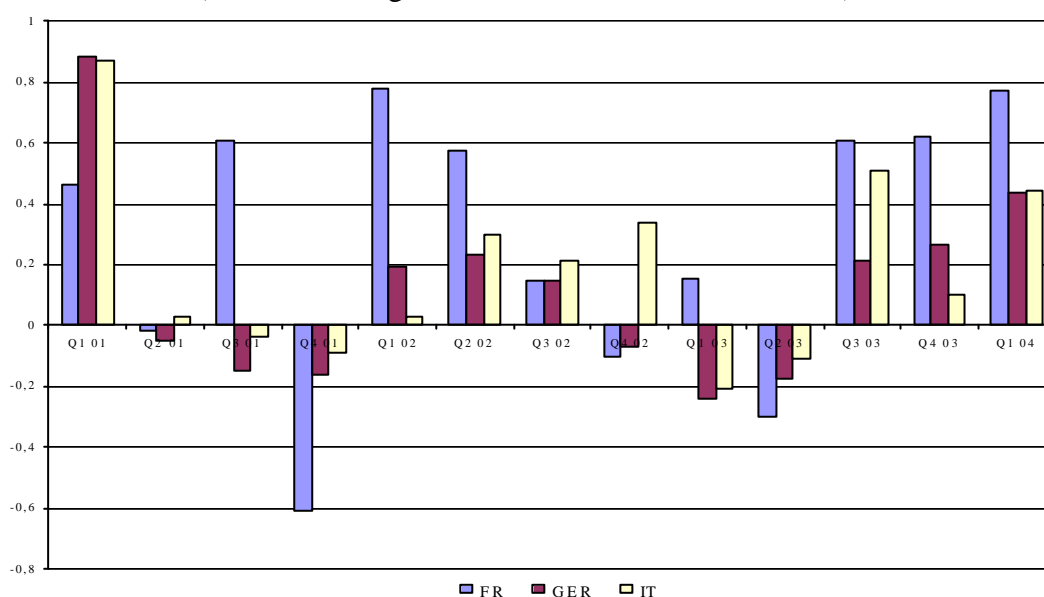
	II-03	III-03	IV-03	I-04
PIL	-0,1	0,4	0,3	0,6 (0,6)
Consumi	0,0	0,1	0,0	(0,4)
Investimenti	-0,3	-0,2	0,6	(0,9)
Cons. pubblici	0,6	0,7	0,4	(0,6)
Esportazioni	-0,8	2,2	0,2	(0,8)
Importazioni	-0,5	1,1	1,6	(0,5)

Note: (*) Tra parentesi stime Caboto, maggio 2004.

Le grandi economie continentali (Germania, Francia, Italia) condividono un quadro congiunturale perlomeno deludente, come mostra la FIG. 1.3. Le

esportazioni nette, che hanno sorretto fin qui la domanda aggregata, soffrono dell'apprezzamento dell'euro e non possono contare sull'assorbimento di mercati in rapida espansione e geograficamente prossimi che giochino il ruolo della Cina nei confronti del Giappone. Di conseguenza, è possibile che, nel prossimo futuro, la espansione europea non potrà contare sul traino della domanda estera. Anche la domanda per beni di consumo, è troppo debole per fornire uno stimolo consistente alla crescita. Fino a quando il mercato del lavoro non registrerà un aumento consistente della massa salariale in grado di sostenere il reddito disponibile, la fiacchezza della domanda per beni di consumo permarrà. Gli investimenti, che sono peraltro più erratici, stanno tuttavia crescendo a un tasso generalmente più consistente.

FIG. 1.3 – Il ciclo in Francia, Germania e Italia
(variazioni congiunturali *non annualizzate* del PIL)

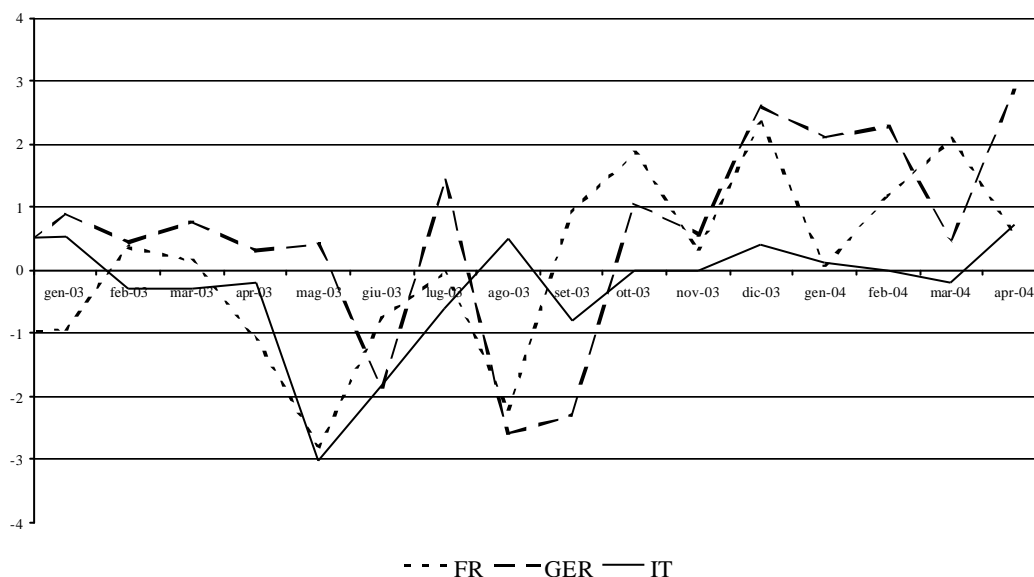


Nel quadro delle economie continentali si segnalano alcune differenze nel percorso dei diversi paesi (si veda, a questo proposito, anche la FIG. 1.4).

Dopo aver sperimentato una breve recessione a cavallo tra il 2002 e il 2003, l'economia tedesca sta faticosamente uscendo dalla condizione di semi-stagnazione. In Germania, i tassi di variazione del PIL sono non-negativi da tre trimestri – nei primi tre mesi del 2004 il PIL è cresciuto al tasso congiunturale dello 0,4% – in termini tendenziali da due. Nel 2004 si sta assistendo ad un

consolidamento della crescita, trainata dagli investimenti e dalla domanda estera netta, mentre i consumi soffrono ancora di una condizione congiunturalmente difficile del mercato del lavoro. In Francia – dove il PIL è cresciuto dello 0,8% nel primo trimestre 2004 – sono i consumi la componente più vivace della domanda complessiva. A seguito dei recenti risultati elettorali, la politica fiscale si preannuncia espansiva, il che rende più probabile un rafforzamento della crescita e meno probabile un rientro del rapporto deficit/PIL su livelli compatibili con il Patto di Stabilità.

FIG. 1.4 – produzione industriale in Francia, Germania e Italia
(tassi di variazione tendenziali)



- Italia

Nel primo trimestre il PIL ha registrato un incremento congiunturale dello 0,4%, in lieve accelerazione rispetto al quarto trimestre del 2003 (TAB. 1.5).

La buona notizia è la vivacità della domanda di beni capitali – il tasso di crescita degli investimenti è stato del 2,5% – e la tenuta dei consumi (0,8%). La cattiva notizia è il contributo negativo della domanda estera netta alla crescita del PIL, dovuto peraltro ad una contrazione delle importazioni (-1,5%) meno rilevante, in valore assoluto, della riduzione delle esportazioni (-2,1%).

TAB. 1.5 – Italia: PIL e sue componenti
(tassi di variazione congiunturali *non annualizzati*)

	II-03	III-03	IV-03	I-04
PIL	-0,1	0,5	0,1	0,4
Consumi	0,1	0,4	-0,3	0,8
Investimenti	-1,0	-0,9	-1,2	2,5
Cons. pubblici	0,5	0,5	0,0	-0,1
Esportazioni	-0,1	5,7	-3,8	-2,1
Importazioni	0,1	5,2	-3,2	-1,5

A proposito del nostro paese si potrebbero riproporre argomentazioni già fornite per il commento del quadro congiunturale tedesco. La nota più positiva proviene dal mercato del lavoro che registra una tendenza decrescente del tasso di disoccupazione – ormai stabilmente al di sotto del 9%. La riduzione del tasso di disoccupazione risente degli effetti delle politiche di flessibilizzazione del mercato del lavoro ma anche di fattori strutturali – quali l'emersione del lavoro nero e la regolarizzazione dell'immigrazione clandestina – che portano alla luce occupazione nascosta e finora non rilevata dalle statistiche.

Sul fronte della politica fiscale, si discute da tempo di un pacchetto di alleggerimento della pressione tributaria, riordino dei sussidi alle imprese e tagli alle spese che fornisca uno stimolo consistente all'espansione. Come è noto tale progetto deve fare i conti con il Patto di Stabilità che, sebbene meno vincolante dopo le concessioni fatte a Francia e Germania, rimane pur sempre un limite alla discrezionalità fiscale. Per il 2004 si prospetta un aumento rilevante del fabbisogno di cassa del settore statale, che dovrebbe raggiungere il 4,5% del PIL. La stima aggiornata (da Relazione Trimestrale di Cassa) dell'indebitamento netto delle Amministrazioni pubbliche) indica un rapporto al PIL pari al 2,9% (contro il 2,4% del 2003). Si veda a questo proposito la TAB. 1.6.

TAB. 1.6 – Indicatori delle amministrazioni pubbliche
(in % del PIL)

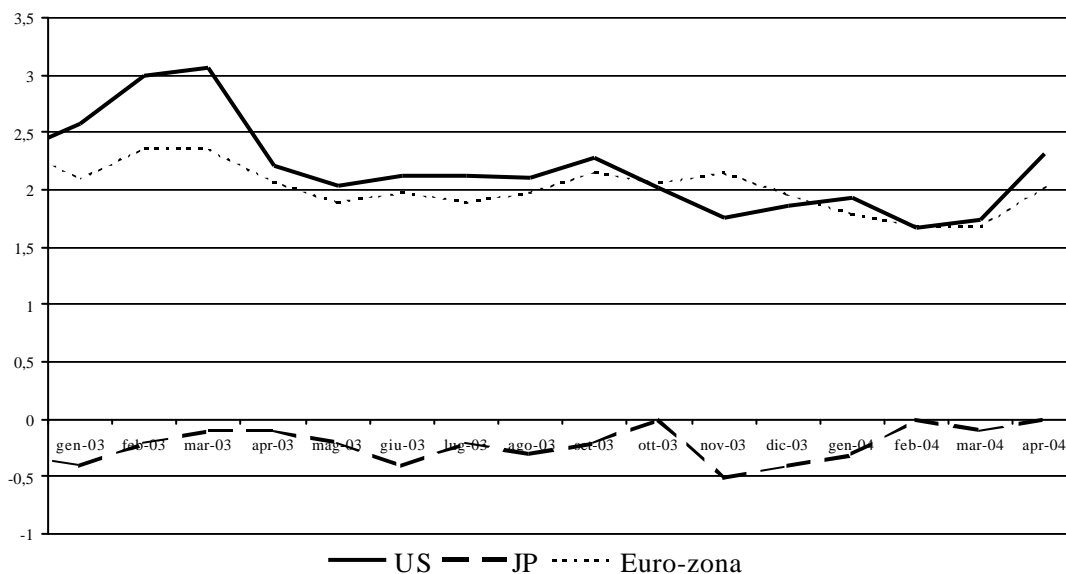
	2002	2003	2004 (previsioni)
Saldo corrente	0,7	-0,2	-0,3
Saldo c/capitale	-3,0	-2,2	-2,6
Indebitamento netto	-2,3	-2,4	-2,9
Interessi	5,8	5,3	5,1
Avanzo primario	3,5	2,9	2,2
Debito	108,0	106,2	105,9

L'avanzo primario si ridurrebbe ulteriormente (dal 2,9% del PIL nel 2003 al 2,2% nel 2004). Il peggioramento ragguardevole delle condizioni di finanza pubblica nel 2004 origina sostanzialmente dal venir meno delle misure *una-tantum* degli anni precedenti e dallo slittamento dal 2003 del costo dei rinnovi contrattuali nella Sanità e negli enti territoriali.

Dal rischio deflazione al ritorno dell'inflazione: l'altalena delle aspettative

Nella FIG. 1.5 abbiamo riportato il tasso di inflazione tendenziale (calcolato sui prezzi al consumo) in USA, Giappone, Eurolandia. Nella FIG. 1.6 consideriamo invece la dinamica dei prezzi nelle principali economie continentali. Dai dati attualmente a disposizione non è ancora evidente un concreto e rilevante rischio inflazionistico. In tutte le aree considerate il tasso di inflazione è ancora chiaramente sotto controllo. Non ci sono quindi indicazioni di un ritorno della spirale inflazionistica in stile anni 70. Tuttavia, è lecito interrogarsi sul futuro, dal momento che la dinamica dei prezzi delle materie prime cade in un contesto di crescita diffusa della domanda aggregata e di politiche fiscali e monetarie sostanzialmente accomodanti se non apertamente lassiste.

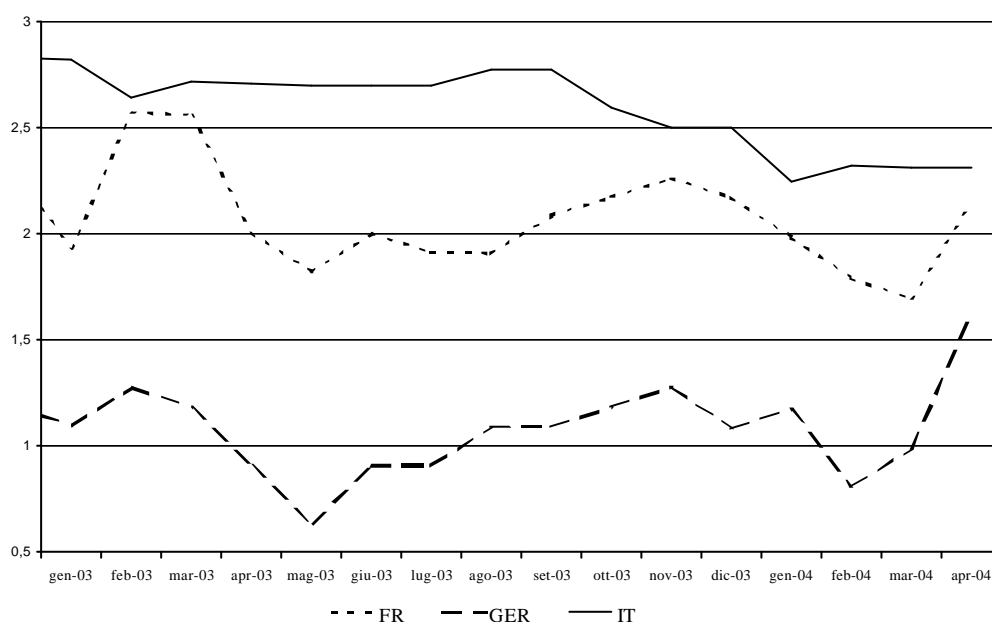
FIG. 1.5 – L'inflazione in USA, Giappone e Euro-zona
(tassi di variazione tendenziali dei prezzi al consumo)



Se non vi sono chiaramente segnali inflazionistici in Giappone – in questo caso in realtà si auspica una inversione di tendenza rispetto alla deflazione che ancora caratterizza l'andamento dei prezzi – è anche vero che il tasso di inflazione è largamente sotto il 3% quasi dappertutto e quasi sempre.

E' tuttavia vero che il contesto macroeconomico – ossia le condizioni della domanda aggregata nei principali paesi industrializzati e di nuova industrializzazione e le condizioni di offerta aggregata (spinta da costi derivante dai prezzi delle materie prime) è compatibile con una accelerazione dei prezzi.

FIG. 1.6 – L'inflazione in Francia, Germania e Italia
(tassi di variazione tendenziali dei prezzi al consumo)



2. I tassi di interesse

La Fed inaugura la stretta monetaria

Pur essendo relativamente modesta in assoluto, la dinamica dei prezzi negli USA è rilevante relativamente ai livelli dei tassi di interesse, in particolare di quelli a breve più strettamente legati alle decisioni di politica monetaria. Con tassi di inflazione compresi tra il 2 e il 3% e il tasso di intervento all'1%, il tasso di



interesse reale è negativo e compreso tra -1% e -2%. La *stance* della politica monetaria così misurata è risultata pertanto decisamente accomodante.

Nel recente passato a frenare le aspettative di un'inversione di rotta della Fed in direzione di un rialzo dei tassi di interesse congiuravano i dubbi degli analisti e degli operatori sulla tenuta della espansione e la mancata ripresa dell'occupazione. La banca centrale americana è infatti notoriamente sensibile alle esigenze della crescita: una condizione di precarietà e debolezza della ripresa l'avrebbe resa più cauta nel manovrare i tassi al rialzo. Tenuto conto dell'irrobustimento della ripresa nella prima parte del 2004 e della capacità della stessa di generare nuovi posti di lavoro un cambio di rotta nella manovra dei tassi di interesse era nell'aria.

Nella riunione del FOMC del 30 giugno essa si è materializzata con un incremento del tasso sui *fed funds* di 25 punti base. Il tasso di intervento sale quindi all'1,25%. Si segnala la modestia dell'incremento deciso, che di per sé non è sufficiente a riportare in territorio positivo il tasso di interesse reale. Alcuni analisti, infatti, avevano predetto un aumento dello 0,5%. E' opinione diffusa, comunque, che quello di fine giugno sia l'inizio di una graduale tendenza all'aumento dei tassi che con ogni probabilità continuerà almeno per tutta la seconda parte dell'anno.

... mentre la BCE si attesta sulle posizioni precedenti

A tutto giugno 2004, i tassi d'interesse ufficiali della zona-Euro sono rimasti al livello stabilito nella riunione del 5 giugno 2003. Il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principale è quindi fissato al 2%.

Nonostante il forte deprezzamento del dollaro dei primi mesi del 2004 la BCE ha mantenuto la sua politica – per altro condivisa da vari esperti – di non considerare il valore esterno dell'euro se non per gli effetti che provoca sugli obiettivi primario e secondario (inflazione e crescita) della politica monetaria. A fronte di un'evoluzione dei prezzi e della crescita giudicata “in linea” con gli obiettivi di medio periodo, la Banca ha così tenuto fermi i suoi tassi, limitandosi a un “attento monitoraggio” dell'economia. Il presidente Trichet ha infatti sempre sottolineato che il basso livello dei tassi d'interesse e la forte crescita mondiale avevano già un effetto positivo sulla crescita economica il quale compensava la perdita di competitività delle imprese europee determinata dalla forza dell'euro.

Solo nella conferenza stampa del 3 giugno Trichet ha segnalato qualche preoccupazione per l'effetto del forte aumento del prezzo del petrolio sull'andamento dell'economia. In particolare, Trichet ha affermato che le conseguenze negative dell'aumento del prezzo del petrolio – ossia il rischio di contrazione dell'attività reale e la spinta verso l'alto sui prezzi – preoccupano ovviamente la BCE, ma, per quanto riguarda le decisioni di politica monetaria, essi tendono a compensarsi, dal momento che il primo spingerebbe a un allentamento della politica monetaria mentre il secondo a una restrizione.

TAB. 1.7 – Confronto fra le previsioni macroeconomiche

Crescita PIL	2003	2004	2005
BCE giu. 2004 (min – max)	0,5	1,7 1,4-2,0	2,2 1,7-2,7
BCE dic. 2003 (min – max)	0,4 0,2-0,6	1,6 1,1-2,1	2,4 1,9-2,9
EC apr. 2004	0,4	1,7	2,3
IMF apr. 2004	0,4	1,7	2,3
OECD apr. 2004	0,5	1,6	2,4
CEF apr. 2004	0,4	1,6	2,0
SPF apr. 2004	0,5	1,6	2,1
Inflazione	2003	2004	2005
BCE giu. 2004 (min – max)	2,1	2,1 1,9-2,3	1,7 1,1-2,3
BCE dic. 2003 (min – max)	2,1 2,0-2,2	1,8 1,3-2,3	1,6 1,0-2,2
EC apr. 2004	2,1	1,8	1,6
IMF apr. 2004	2,1	1,7	1,6
OECD apr. 2004	2,1	1,7	1,4
CEF apr. 2004	2,1	1,7	1,6
SPF apr. 2004	2,1	1,8	1,8

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, giugno 2004; EC = Commissione Europea, CEF = Consensus Economics Forecasts, SPF = Survey of Professional Forecasters.

Le proiezioni di giugno della BCE ¹, anche se meno rosee di quelle dello scorso dicembre, segnalano comunque che nel 2005 la crescita del PIL dovrebbe superare il 2% (nel 2003 era stata dello 0,3%) e che l'inflazione, attualmente salita sopra il 2%, dovrebbe ritornare al suo valore obiettivo (TAB. 1.7). Va ricordato che le proiezioni della BCE sono basate sull'ipotesi di *assenza di interventi* da

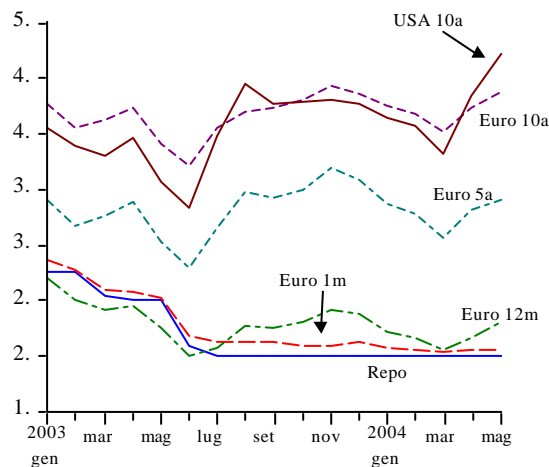
¹ D'ora in poi le proiezioni della BCE saranno rese pubbliche trimestralmente.

parte della Banca Centrale. Gli obiettivi di medio periodo della politica monetaria (inflazione inferiore ma vicina al 2% e crescita adeguata) potrebbero quindi venir raggiunti anche *senza* interventi sui tassi, il che contribuisce a spiegare l'attuale politica attendista della Banca Centrale. Ciò risulterebbe confermato dal fatto che anche le proiezioni degli altri enti di previsione, che a differenza di quelle della BCE tengono in considerazione *anche* l'impatto delle manovre monetarie, coincidono quasi perfettamente con i valori medi delle proiezioni della Banca Centrale Europea.

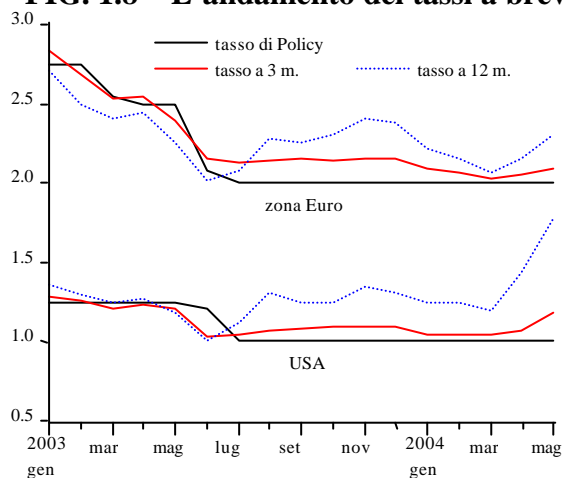
I tassi di mercato europei e la relazione coi rendimenti USA

I tassi di mercato, in flessione fino a marzo, sono risaliti nei due mesi successivi (FIG. 1.7). L'incremento è stato particolarmente accentuato per i tassi a più lunga scadenza; quelli a breve risentono infatti della politica della Banca Centrale, la quale sta mantenendo fermo il Repo al 2% da un anno.

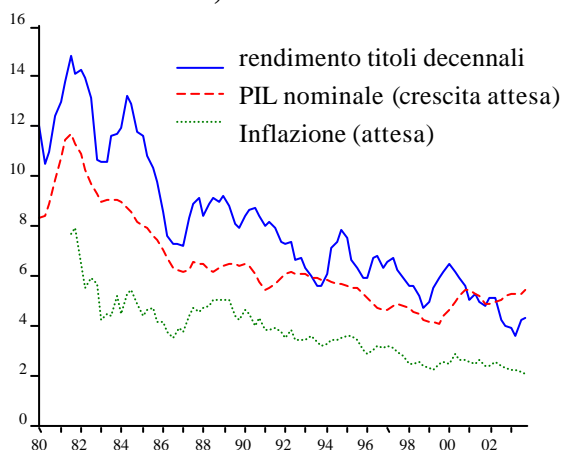
FIG. 1.7 – L'andamento dei tassi di mercato



Come in Europa, anche negli USA i rendimenti a breve sono più legati ai tassi ufficiali di quanto non lo siano i tassi a lunga. Recentemente i tassi a scadenza 6 e 12 mesi americani sono aumentati significativamente e si sono avvicinati a quelli europei per l'aspettativa di una progressiva restrizione da parte della Fed, il cui primo intervento, già previsto dagli operatori, è avvenuto il 30 giugno (FIG 1.8).

FIG. 1.8 – L'andamento dei tassi a breve


Il profilo dei tassi a lunga europei è del tutto analogo a quello dei tassi sui titoli di Stato americani, che hanno però manifestato una crescita ancora maggiore. I tassi a lunga statunitensi (FIG. 1.9) sono particolarmente sensibili alle aspettative sull'andamento dell'economia.²

FIG. 1.9 – Tassi decennali USA, crescita attesa del PIL e tasso a breve


Fonte: Fed e Federal Reserve Bank of Philadelphia.

² Stimando un'equazione che spiega il rendimento dei decennali USA ($R_{USA,10a}$) con l'andamento del tasso a un mese ($R_{USA,1m}$), a sua volta legato alla politica monetaria, e con le previsioni di crescita annua del PIL nominale ($E[gY]$), si ottiene: $R_{USA,10a} = 0,37 + 0,32 R_{USA,1m} + 0,83 E[gY]$. Ciò dimostra che l'impatto della politica monetaria corrente sui tassi a lunga americani è inferiore a quello delle aspettative sull'economia.

In Europa i tassi a lunga risentono non solo dell'andamento congiunturale, ma anche dell'andamento degli analoghi tassi sulle attività in dollari. Ne consegue che il rendimento delle attività europee risulta positivamente legato al *Repo* (con un peso che decresce al crescere della scadenza), alle aspettative sull'inflazione e sulla crescita nella zona Euro, al rendimento dei tassi americani di pari scadenza e, con segno negativo, al rendimento dei *Fed funds*.³

RIQUADRO – Le determinanti dei tassi a lunga

La stima per il rendimento dei titoli di Stato decennali europei, effettuata in base ai dati del periodo gennaio 1999-maggio 2004, è perfettamente in linea con quest'ipotesi:

$$R_{\text{EURO},10a} = -2,07 + 0,20 \text{ Repo} - 0,16 R_{\text{Fed Funds}} + 0,62 R_{\text{USA},10a} + 0,86 E[gY_{\text{EURO}}]$$

Dove:

$R_{\text{EURO},10a}$ = rendimento decennali Euro,

$R_{\text{USA},10a}$ = rendimento decennali USA,

$R_{\text{Fed Funds}}$ = rendimento dei *Fed funds*,

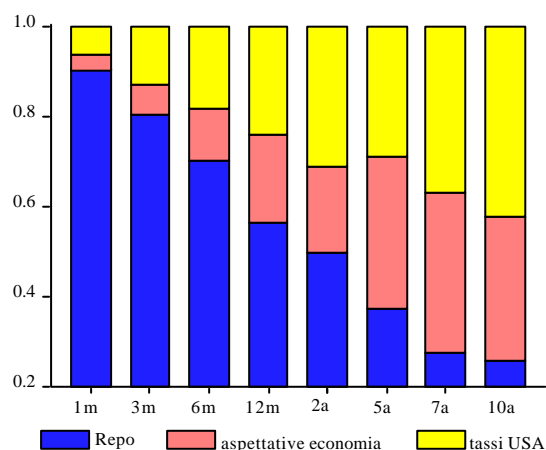
$E[gY_{\text{EURO}}]$ = somma delle aspettative sull'inflazione e della crescita biennale del PIL nella zona Euro

La rilevanza delle diverse variabili per l'andamento dei tassi di mercato europei di diversa scadenza è rappresentata nella FIG. 1.10 che esprime i risultati della relazione econometrica presentata nel RIQUADRO sopra riportato. Le variazioni del *Repo* hanno sinora avuto un impatto abbastanza limitato sui tassi a lunga della zona-Euro. Ovviamente, per valutare l'impatto complessivo della politica monetaria della BCE, occorrerebbe anche considerare l'influenza che tale politica ha sulle aspettative del pubblico – in particolare sull'inflazione – il cui peso, al contrario di quello del *Repo*, cresce al crescere della scadenza. In ogni caso è evidente che buona parte dei movimenti del rendimento delle nostre attività

³ La spiegazione del fenomeno è già stata illustrata nell'*Osservatorio* 1/2002 (p. 66-68). In sintesi, il fenomeno deriva dalla tendenza all'allineamento dei tassi futuri attesi delle attività espresse nelle due valute. Questo fa sì che, nella parte lunga della curva dei rendimenti per scadenza, si instauri uno stretto legame tra i tassi impliciti delle attività in dollari e in euro. Ne consegue che i tassi a lunga in euro, che corrispondono a una media dei tassi a breve e dei tassi impliciti della parte lunga della curva, risentono sia dell'andamento del *Repo*, che influenza i tassi a breve, sia dell'andamento dei tassi impliciti in dollari sulle scadenze lontane. D'altra parte, poiché questi ultimi si ricavano per differenza tra i tassi a lunga (sensibili alle aspettative sull'economia USA) e quelli a breve (a loro volta legati al rendimento dei *Fed funds*) ne deriva che l'andamento dei tassi a lunga europei risulterà positivamente legato ai tassi a lunga americani e negativamente a quello dei tassi ufficiali USA.

a lunga è collegato all'andamento degli analoghi rendimenti americani. Un miglioramento delle prospettive dell'economia USA tende quindi a far salire i nostri tassi indipendentemente da quello che succede in Europa.

FIG. 1.10 – Peso relativo delle diverse variabili sull'andamento dei tassi di mercato europei
(periodo: gennaio 1999-maggio 2004)



Fonte: nostra elaborazione su dati BCE e FED.

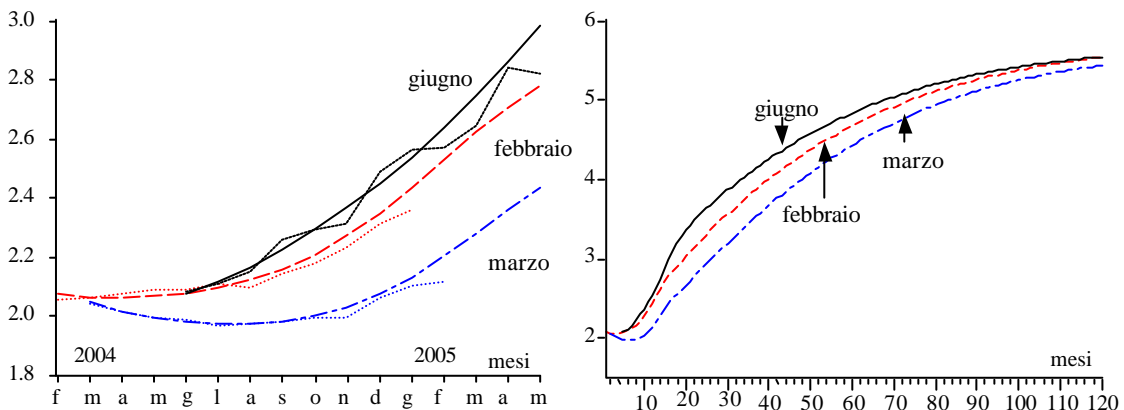
Le aspettative del mercato

Tra febbraio e marzo il tratto a breve della curva dei tassi impliciti mensili dell'Euribor si era fortemente spostato a destra e in basso e ad avere assunto un marcato andamento ad U, sintomo di un'aspettativa di riduzione dei rendimenti (FIG. 1.11). Da aprile in avanti è però cominciato uno spostamento di segno opposto, e, a giugno, la curva, che ormai risulta crescente anche nel tratto a breve, si situa sopra quella di febbraio. Le aspettative di riduzione dei tassi a breve si sono quindi esaurite e al loro posto si è instaurata l'attesa di un progressivo aumento.

L'evoluzione, giorno per giorno, delle aspettative del mercato sulle variazioni dell'Euribor mensile (riportata nella FIG. 1.12) conferma che, nei primi mesi dell'anno, e soprattutto nella seconda metà di marzo, le aspettative erano al ribasso. D'altra parte, poiché l'Euribor a 1 mese è legato al Repo, le aspettative al ribasso dell'Euribor erano anche aspettative di una riduzione del Repo. Quest'ipotesi è coerente con quanto appare dalla FIG. 1.13 che riporta, sempre

giorno per giorno, una stima della probabilità che il mercato ha assegnato alla possibilità di una riduzione del Repo entro 2-3 mesi.

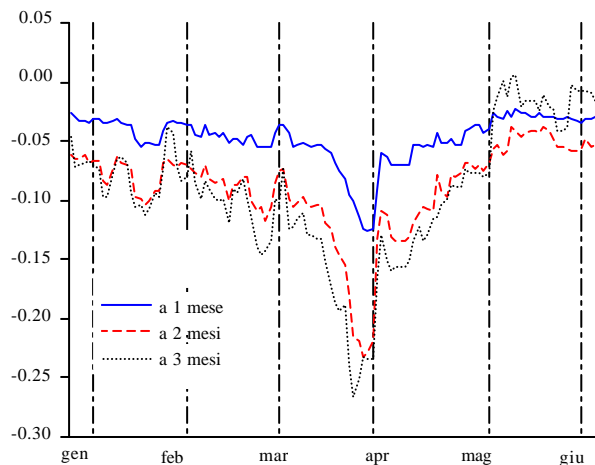
FIG. 1.11 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(aspettative del mercato sul futuro andamento dei tassi mensili)



Fonte: *Il Sole 24Ore*, dati del giorno 15 dei mesi indicati e nostre elaborazioni;

Nota: nella figura di sinistra le spezzate rappresentano i dati grezzi.

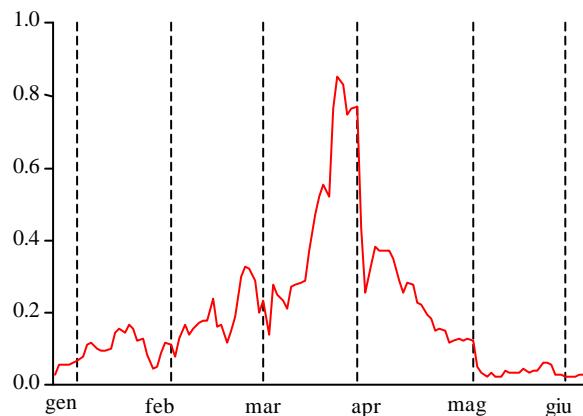
FIG. 1.12 – Aspettative sulle variazioni dell'Euribor



Fonte: *Treasury Management Database* e nostre elaborazioni; dati giornalieri periodo: 1/1/2004-10/6/2004.

Nota: Le linee verticali indicano le riunioni del Consiglio Direttivo.

FIG. 1.13 – Probabilità assegnata dal mercato alla possibilità di una riduzione del Repo entro 2-3 mesi

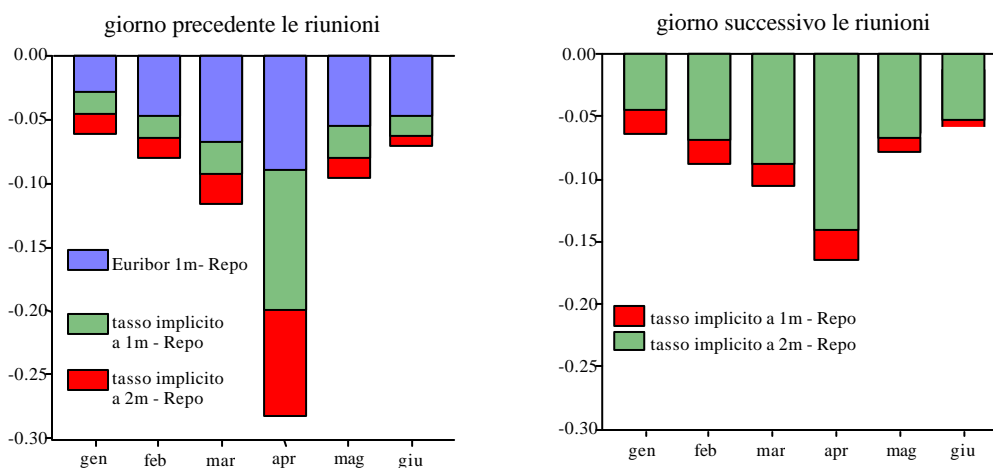


Fonte: *Treasury Management Database* e nostre elaborazioni; dati giornalieri periodo: 1/1/2004-10/6/2004.

Nota: Le linee verticali indicano le riunioni del Consiglio Direttivo.

Ulteriori informazioni sull'evoluzione delle aspettative si ricavano dalla FIG. 1.14, la quale riporta i differenziali, rispetto al Repo, dell'Euribor a 1 mese e dei corrispondenti tassi impliciti nei giorni *precedenti e successivi* alle riunioni del Consiglio direttivo.

FIG. 1.14 – Differenziale rispetto al Repo dell'Euribor a 1 mese e dei tassi impliciti prima e dopo le riunioni del Consiglio direttivo



Fonte: *Treasury Management Database* e nostre elaborazioni; dati giornalieri periodo: 1/1/2004-10/6/2004.

Nota: I differenziali sono al netto del loro valore "normale".

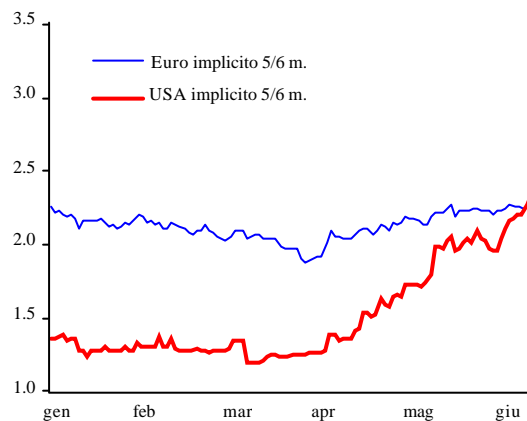
Nel primo semestre del 2004 le attese del mercato sull'andamento dei tassi ufficiali sono state fortemente condizionate dall'andamento congiunturale, dalle decisioni del Consiglio direttivo e dalle dichiarazioni del Presidente. La riduzione dell'inflazione, la debolezza della ripresa, la forza dell'euro, e la conseguente richiesta, avanzata da economisti e politici, di un intervento espansivo, avevano contribuito a mantenere aspettative di riduzioni del Repo. Ad ogni riunione, però, queste aspettative venivano contraddette dalle decisioni del Consiglio direttivo e, soprattutto, dal tono dei comunicati ufficiali in cui, come già accennato in precedenza, si parlava sempre di tassi già bassi, di politica monetaria appropriata e di andamento dell'economia in linea con gli obiettivi.

Dalla FIG. 1.14 si nota che, in tutti i *giorni precedenti* le riunioni del Consiglio, il differenziale tra l'Euribor a 1 mese e il Repo (che dipende dalla probabilità che il mercato associa a una decisione di ribasso) è sempre stato relativamente “piccolo”,⁴ anche quando il differenziale fra il Repo e i tassi impliciti era invece abbastanza elevato. Questo significa che il mercato non ha mai dato molto credito alla possibilità che la riduzione del Repo, pur ritenuta abbastanza probabile e vicina, si sarebbe verificata proprio *in quella* seduta.

A questo contribuiva di volta in volta anche il tenore delle dichiarazioni ufficiali. L'influenza delle comunicazioni di Trichet è stata molto forte nel caso della riunione del 1° aprile. Al 31 marzo la probabilità attesa che la riduzione dei tassi dovesse avvenire entro un paio di mesi era molto alta (dell'ordine del 70%). Questa opinione si era diffusa dopo un'intervista a Trichet (peraltro non ufficiale) che era stata interpretata come un segnale che la BCE era in procinto di cambiare la sua politica monetaria. Quest'aspettativa veniva però subito ridimensionata dopo la riunione del 1° aprile. Non solo il Repo rimaneva al 2%, ma nella conferenza stampa del pomeriggio il Presidente sottolineava anche che il Consiglio direttivo non aveva cambiato la sua opinione e che l'orientamento della politica monetaria era “in linea col mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo”.

⁴ Normalmente la previsione di una “quasi certa” riduzione è segnalata da uno spread dell'ordine di 0,25-0,40 punti.

FIG. 1.15 – L'evoluzione dei tassi impliciti a 5/6 mesi



Fonte: *Treasury Management Database* e nostre elaborazioni; dati giornalieri periodo: 1/1/2004-10/6/2004.

La risposta del mercato è stata immediata. Il giorno dopo la riunione il differenziale tra il Repo e i tassi impliciti si è nettamente ridimensionato come risulta dalla figura, indicando che si era fortemente ridotta anche la probabilità che gli operatori assegnavano alla riduzione dei tassi ufficiali. Nelle settimane successive, poi, le prime notizie sul miglioramento della situazione economica e la ripresa dell'inflazione hanno quasi del tutto annullato l'aspettativa di una riduzione dei tassi, mentre si comincia a parlare di un aumento del Repo.

Piuttosto diverse da quelle europee sono state invece le aspettative sui tassi a breve negli Stati Uniti. Come si nota dall'andamento dei tassi impliciti, non vi sono mai state aspettative di ribassi e, dalla metà di aprile, grazie anche al consolidarsi dei dati sulla crescita economica e alle dichiarazioni ufficiali, le aspettative sono di un progressivo ma significativo incremento sia dei tassi a breve che del rendimento dei *Fed funds* (FIG. 1.15).

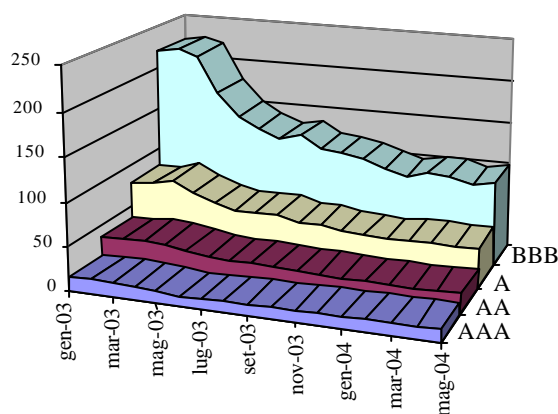
I tassi corporate. Negli ultimi mesi il mercato delle obbligazioni *corporate* ha proseguito nella tendenza in atto da alcuni mesi e riconducibile al miglioramento dell'economia americana e, più di recente, anche ai primi concreti sintomi di ripresa dell'economia europea. I principali aspetti dell'attuale fase del mercato delle obbligazioni delle imprese private sono:

- flessione del tasso di revisione dei giudizi da parte delle agenzie di rating, con un miglioramento del saldo *upgrade-downgrade*;

- riduzione del numero delle imprese e dell'ammontare delle emissioni obbligazionarie in stato di insolvenza e riduzione del tasso di *default*, sia per quanto attiene i prestiti obbligazionari con rating, sia per le emissioni con giudizio inferiore all'*investment grade*: queste ultime, nel periodo giugno 2003-maggio 2004, hanno registrato un tasso d'insolvenza del 3,4% e nei prossimi dodici mesi Moody's stima un ulteriore calo sino al 2,85%;
- incremento del tasso di *recovery*, che rimane comunque differente in base alla qualità del credito: 65% (*secured*), 48% (*unsecured*) e 41% (subordinato);
- progressiva discesa del differenziale di rendimento dei *corporate bonds* rispetto ai titoli governativi.

Per quanto riguarda quest'ultimo punto va comunque osservato che, anche nel caso specifico delle emissioni in euro, la tendenza alla flessione è stata significativa soprattutto lo scorso anno, mentre nei primi mesi del 2004 gli spread si sono stabilizzati e le opportunità di ulteriori restringimenti sono modeste. Il trend di progressiva discesa degli spread dei *corporate bonds* rispetto ai titoli governativi con medesima *modified duration* risulta inoltre più marcato per le emissioni a scadenza più prossima e per quelle caratterizzate da rating inferiori (FIG. 1.16 e 1.17).

FIG. 1.16 – Evoluzione dello spread tra rendimenti delle obbligazioni *corporate* europee (divise per rating) e titoli governativi

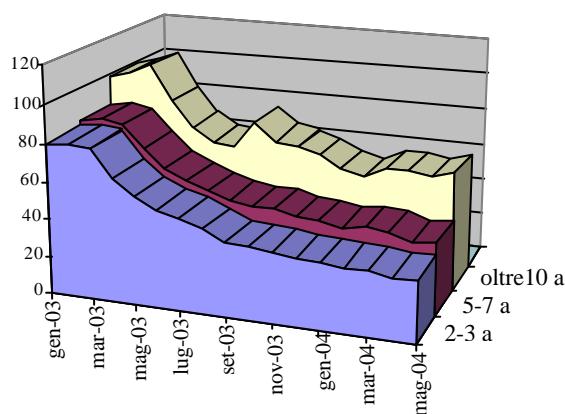


Fonte: Datastream, MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni; periodo: gennaio 2003-maggio 2004.

I recenti scandali finanziari hanno penalizzato soprattutto i titoli con maggiore *modified duration*, i quali hanno recentemente mostrato un lieve

incremento degli spread indipendentemente dalla classe di rating e dal settore di appartenenza dell'emittente (FIG. 1.17).

FIG. 1.17 – Evoluzione dello spread tra rendimenti delle obbligazioni corporate europee (divise per *duration*) e titoli governativi



Fonte: Datastream, MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni; periodo: gen.2003-maggio 2004.

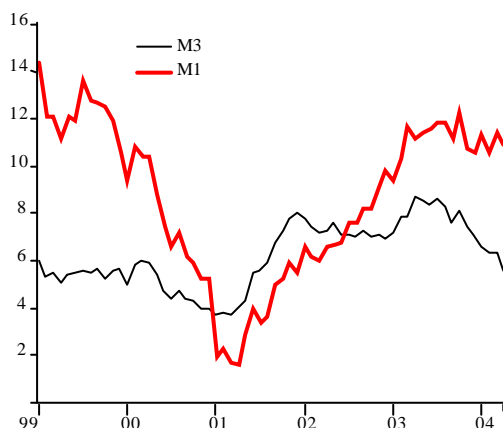
3. L'evoluzione degli aggregati monetari e creditizi

Nei primi quattro mesi del 2004 sono proseguite le tendenze già manifestatesi al termine dello scorso anno, segnatamente un rallentamento nella crescita di M3 - che rimane comunque a livelli superiori al 4,5% - e il permanere di un elevato tasso di crescita di M1. La crescita del credito al settore privato è sostanzialmente stabile, trainata essenzialmente dalla componente a medio-lungo termine. Per quanto riguarda l'Italia, la raccolta bancaria tende ad essere sempre più polarizzata verso le due componenti dei depositi in conto corrente e delle obbligazioni, mentre, per quanto riguarda gli impieghi, il comparto più dinamico risulta essere quello delle famiglie. Di contro, si segnala un significativo aumento delle sofferenze delle imprese.

Gli aggregati monetari e creditizi nella zona-Euro. E' proseguita la decelerazione della crescita di M3, scesa ad aprile al 5,6% contro un massimo dell'8,7% toccato esattamente un anno prima (FIG. 1.18). L'andamento dell'aggregato è riconducibile prevalentemente all'andamento dei tassi d'interesse, cui, fino al 2003, si era aggiunto l'effetto dell'aumento della rischiosità degli investimenti finanziari: ad una variazione dei tassi a breve

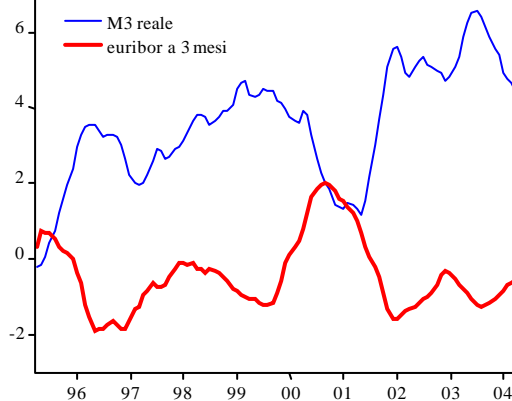
corrisponde infatti una variazione di segno opposto nella crescita della moneta reale (FIG. 1.19).

FIG. 1.18 – Crescita annua degli aggregati monetari nella zona-Euro (periodo: gennaio 1999-aprile 2004)



Fonte: BCE.

FIG. 1.19 – Crescita annua della M3 reale nella zona-Euro e variazione annua dell'Euribor a 3 mesi (periodo: gennaio 1995-aprile 2004)



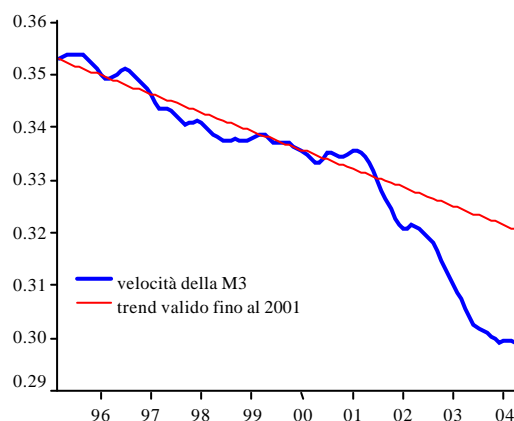
Fonte: BCE e nostre elaborazioni;

Note: medie mobili trimestrali.

In ogni caso, la crescita della M3 rimane tuttora elevata ed è ben al di sopra della crescita del PIL nominale come pure del suo presunto valore di equilibrio di lungo periodo (4,5%). Ciò ha portato la velocità di circolazione della moneta a un livello particolarmente basso (FIG. 1.20) che corrisponde a una situazione definita dalla stessa BCE come “più liquida di quanto occorra per

finanziare una crescita non inflazionistica”. Il possibile futuro aumento dei tassi dovrebbe incentivare il passaggio di risorse dalla liquidità alle altre attività finanziarie contribuendo ad evitare, che l'eccesso di liquidità si scarichi direttamente sulla domanda di beni.

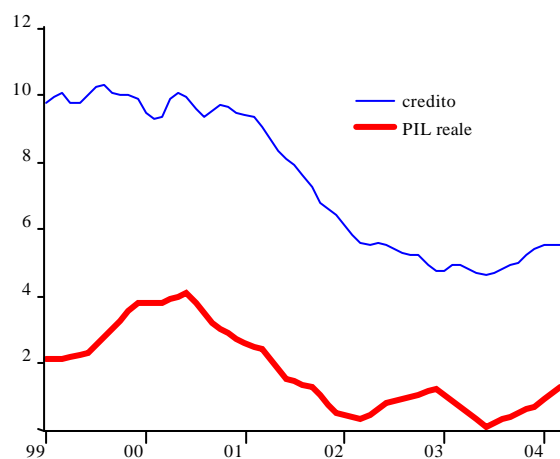
FIG. 1.20 – Velocità di circolazione della M3
(periodo: gennaio 1995-aprile 2004)



Fonte: BCE e nostre elaborazioni (ultimi dati provv.);

Note: medie mobili trimestrali.

FIG. 1.21 – Crescita annua del credito al settore privato nella zona-Euro e crescita del PIL
(periodo: gennaio 1995-aprile 2004)



Fonte: BCE;

Nota: medie mobili trimestrali.

A differenza della M3, permane tuttora molto elevata nella zona-Euro la crescita della M1 (10-12%) per il forte aumento dello stock di circolante e dei

depositi a vista, che si sta realizzando a discapito delle altre componenti monetarie. Oltre al basso costo-opportunità, ulteriori cause di questo fenomeno sono il protrarsi del riequilibrio dei mezzi di pagamento successivo al passaggio dalle valute nazionali all'euro e la forte domanda estera di moneta europea (si veda il *Bollettino* di giugno 2004 della BCE). Nei prossimi mesi, comunque, esaurite queste cause, la crescita dell'aggregato è destinata a una significativo ridimensionamento.

La crescita del credito al settore privato, in ripresa dopo il minimo del 4,5% del giugno dello scorso anno sembra essersi stabilizzata nel corso del 2004 (5,6% ad aprile). Questa variabile, che risente del ciclo economico (FIG. 1.21), presenta una crescita ancora forte per la componente famiglie mentre è in flessione per quanto riguarda le imprese non finanziarie.

TAB. 1.8 – Crescita degli aggregati nella zona-Euro e in Italia: un confronto

		2003		2004
		apr.	ott.	apr.
M3	Euro-12	8,2	8,0	6,1
	Italia	14,6	13,8	5,4
M1	Euro-12	11,1	11,8	11,0
	Italia	11,1	12,9	8,4
PFI	Euro-12	4,8	5,0	5,5
	Italia	9,6	10,3	n.d.
Credito a famiglie	Euro-12	4,8	4,8	4,8
	Italia	7,1	8,1	7,5

Fonte: BCE e Banca d'Italia, medie mobili trimestrali.

Un primo confronto fra la crescita degli aggregati nella zona-Euro e in Italia è riportata nella TAB. 1.8. Il profilo è analogo anche se in Italia le variazioni della moneta sono più accentuate; per il credito, in particolare quello a famiglie e imprese non finanziarie, la crescita continua a essere più accentuata nel nostro paese.

La raccolta bancaria in Italia. Nel primo quadrimestre del 2004 la crescita della raccolta bancaria si è mantenuta su livelli elevati, attorno al 5,5% annuo (TAB. 1.9). Tra le varie forme tecniche della raccolta si è riconfermata la preferenza dei risparmiatori per i conti correnti e le obbligazioni. Queste ultime, dopo alcuni segni di rallentamento verso la metà del 2003, hanno ripreso a

crescere in misura sostenuta (10,4% ad aprile). Il rinnovato interesse nei loro confronti è in parte giustificato dal riflesso negativo delle insolvenze di grossi emittenti (Cirio e Parmalat in particolare) sulla domanda di obbligazioni *corporate* ed è stata stimolata dal crescente ricorso da parte delle banche a strutture contrattuali “ibride” e dal loro desiderio di espandere la raccolta a più lunga scadenza in concomitanza con l’attuale forte fase di sviluppo degli impieghi a medio-lungo termine.

I conti correnti, cresciuti a tassi superiori al 10% nei mesi da giugno a ottobre 2003, hanno subito un leggero rallentamento (7,4% ad aprile). In ogni caso, queste due forme di raccolta rappresentano ormai oltre l’84% del totale (rispettivamente 47% i conti correnti e 37% le obbligazioni).

Molto bassa è ancora invece la crescita raccolta indiretta (-0,3% è il tasso medio di variazione annuo nel primo trimestre).

TAB. 1.9 – Principali passività e raccolta indiretta delle banche italiane
(euro + valuta; variazioni % su base annua)

	Depositi					Totale obblig.	Raccol. diretta	Raccolta Indiretta	
	Totali (1)	a vista	con durata prestab.	Rimb. con preavv.	P/T			Totali (4)	di cui gestita: (5)
2003 Apr	5,0	9,2	-11,7	6,2	-7,5	7,9	6,0	-4,0	-7,9
Ago	4,8	11,7	-12,5	6,1	-18,7	6,0	5,3	-	-
Dic	0,5	5,7	-12,0	5,1	-23,6	8,5	3,3	0,1	0,9
2004 Gen	4,1	10,2	-9,1	5,5	-23,3	8,5	5,7	-0,5	0,8
Feb	-	-	-9,1	5,4	-21,2	9,1	5,0	-0,1	1,2
Mar	-	-	-8,4	5,6	-21,1	10,1	5,5	-0,5	1,8
Apr	-	-	-10,0	5,2	-19,4	10,4	5,5	-	-

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

Nota: (1) Totale banche; clientela ordinaria residente in Italia, esclusa Amministrazione centrale; (2) Totale banche; valore complessivo dei titoli di debito, indipendentemente dalla residenza e dal settore di appartenenza del detentore; sono incluse le obbligazioni aventi natura di prestito subordinato; (3) Totale banche; depositi + obbligazioni; (4) Totale banche; titoli di terzi in deposito, esclusi quelli emessi dalle banche segnalanti; (5) Totale banche; incluse GPF.

Gli impieghi. Nel primo quadrimestre dell’anno la crescita degli impieghi “armonizzati” (comprensivi cioè di sofferenze e pronti contro termine attivi) si è ulteriormente indebolita, toccando un minimo del 3,5% a febbraio (TAB. 1.10). Permane comunque un andamento divergente tra gli impieghi a breve termine, il cui ammontare continua a ridursi (-5,2% ad aprile), e quelli a medio-lungo

termine, che viceversa crescono a ritmi molto sostenuti (+14,4% ad aprile) e che ad aprile rappresentavano ormai il 55% del totale.

TAB. 1.10 – Principali attività delle banche italiane
(euro + valuta; variazioni % su base annua)

		Impieghi				Portafoglio titoli			Soffer.
		Totali (1)	Vivi			Totale	di cui:		
			Totale (2)	a breve	a M/L		Altri titoli(3)	Titoli Stato	
2003	Gen	6,9	6,0	0,5	11,6	-11,3	-20,9	17,3	2,2
	Giu	6,4	6,2	0,8	11,4	-10,8	-17,0	4,7	5,5
	Set	7,3	7,2	0,1	13,6	-4,3	-7,6	3,5	5,7
	Dic	6,3	6,0	-1,7	13,0	0,8	-6,1	14,5	10,1
2004	Gen	4,3	5,0	-4,1	13,3	2,7	-4,9	17,8	10,3
	Feb	3,5	4,2	-6,0	13,4	1,8	-5,8	17,0	10,2
	Mar	4,3	4,9	-5,2	13,7	8,5	-0,2	25,6	10,5
	Apr	4,6	5,3	-5,2	14,4	nd	nd	nd	nd

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

Nota: (1) Totale banche; prestiti ad amministrazioni pubbliche e altri settori residenti in Italia, comprese sofferenze e pronti contro termine; (2) Totale banche; prestiti a clientela ordinaria residente in Italia, escluse sofferenze; (3) Totale banche; titoli in portafoglio diversi dalle azioni al valore contabile.

Questa differenza nella crescita degli impieghi per scadenza si riscontra sia nei prestiti erogati al settore delle famiglie sia a quelli erogati alle società non finanziarie. Nel periodo gennaio-aprile 2004 la crescita annua dei mutui alle famiglie è risultata dell'ordine del 23%; quella dei prestiti a medio-lungo termine alle imprese del 14,8% (TAB. 1.11).

Nel caso delle famiglie, però, risulta elevata non solo la crescita a medio termine (23,6% ad aprile), ma anche quella del credito al consumo (17,0% ad aprile), di cui una componente elevata è a breve.

Nel complesso, i prestiti concessi alle famiglie sono aumentati al tasso medio annuo del 10,6% nel primo trimestre del 2004, valore salito a 11,9% ad aprile e superiore a quello rilevato in media nello stesso mese nella zona-Euro (6,8%). Questo valore elevato, effetto della crescente propensione all'indebitamento del settore, è spiegabile da una pluralità di fattori, tra cui il basso livello dei tassi che favorisce l'acquisto di immobili sostenuto dall'indebitamento bancario e il dilazionamento dei pagamenti di molti beni di consumo attraverso l'accesso al credito rateale. In ogni caso, però, il peso del credito alle famiglie in Italia è ancora inferiore a quello medio della zona-Euro,

dove, ad aprile, l'incidenza dei prestiti alle famiglie sul totale degli impieghi era di circa il 50% contro il 30% dell'Italia.

TAB. 1.11 – Prestiti alle famiglie ed alle società e quasi società non finanziarie per tipologia e durata (residenti in Italia e confronto zona-Euro; variazione % su base annua)

	Famiglie				Società e quasi società non finanziarie			
	Totale	di cui:			Totale	di cui:		
		Credit. cons.	Prestiti acq. abitaz.	Soffer.		Prestiti scad. <= 1a.	Prestiti scad. > 1a.	Soffer.
2003 Gen	8,7	20,1	23,0	0,9	5,0	-1,8	12,6	3,2
Giu	8,4	23,3	21,7	3,7	6,4	2,3	10,5	6,5
Set	9,3	13,5	22,5	3,8	7,8	0,3	14,9	6,8
Dic	10,2	15,7	22,1	2,8	6,9	-1,7	15,1	15,5
2004 Gen	10,5	14,8	22,5	3,2	6,4	-2,7	15,0	15,5
Feb	10,6	15,1	22,6	2,2	5,6	-4,6	15,1	16,1
Mar	10,8	14,5	23,0	2,7	5,1	-4,4	13,9	16,1
Apr	11,9	17,0	23,6	nd	6,2	-3,3	14,8	nd
% sul totale	30,3	11,0	51,7		56,0	43,3	56,7	
zona-Euro: 2004 Apr	6,8	4,9	8,5	nd	3,5	-1,8	6,2	nd

Fonte: Banca d'Italia: *Supplementi al Bollettino Statistico*; per gli impieghi gli ultimi 3 dati sono tratti dal Comunicato stampa. I dati sulla zona-Euro sono di fonte BCE.

Passando al comparto delle imprese non finanziarie si nota che la consistenza dei prestiti a breve termine è in diminuzione: ad aprile 2004 la crescita annua era negativa (-3,3%), e questa tendenza è in atto dall'ottobre dello scorso anno. La componente a medio-lungo termine è invece tuttora in forte espansione (+14,8% annuo ad aprile), anche grazie ad operazioni di consolidamento di prestiti a breve attuati dalle banche nei confronti delle imprese, rese vantaggiose dall'attuale struttura dei tassi.

Nel complesso, grazie al contributo della sua componente a medio-lungo termine, l'aggregato complessivo dei prestiti alle imprese prosegue nella sua crescita che da diversi mesi oscilla attorno al 6%, più di quanto si stia verificando nella media della zona-Euro (3,5% ad aprile). Si può pertanto concludere che l'andamento della domanda di credito bancario espressa dal sistema imprenditoriale italiano, ancorché piuttosto contenuto, sia pur sempre più dinamica di quella mediamente registrata nei paesi dell'Unione. Come suggerito dalla stessa BCE nel Bollettino di giugno, le ragioni della persistente stagnazione

della domanda di credito da parte delle imprese europee, e che peraltro sembra riguardare meno l'Italia, può imputarsi ad almeno quattro fattori: la limitata crescita del PIL e comunque un certo ritardo nell'adeguamento della domanda di credito rispetto al PIL; l'ingente quantità di fondi acquisiti negli anni precedenti dalle imprese grazie ai bassi livelli dei tassi; il loro sempre maggiore ricorso al mercato obbligazionario; l'utilizzo di fonti interne resesi disponibili nelle imprese in cui si è già manifestata una certa ripresa economica. A tali fattori vanno aggiunte alcune considerazioni relative al comportamento dell'offerta, specificamente la maggiore cautela con cui le banche tendono a concedere credito, sia nella prospettiva dell'introduzione della nuova disciplina sul capitale (Basilea 2) sia a motivo dei più o meno noti casi di fallimento di imprese medio-grandi.

Le sofferenze. Sono proprio queste situazioni di crisi aziendale ad aver determinato nel primo trimestre 2004 un innalzamento del livello delle sofferenze complessive delle banche italiane. La loro incidenza percentuale è passata a marzo al 4,8% degli impieghi (era il 4,5% un anno prima) e loro tasso di crescita è salito ad oltre il 10% annuo (TAB. 1.11). Dallo scorso dicembre il tasso di crescita dei cosiddetti non *performing loans* alle imprese supera stabilmente il 15%, contro il 4,6% di marzo 2003; nel comparto delle famiglie, invece, si mantiene pressoché inalterata la qualità del portafoglio, all'interno del quale le sofferenze sono aumentate in misura molto contenuta (poco più del 2% annuo). L'accresciuto ricorso da parte delle imprese al mercato obbligazionario non ha comportato la parziale disintermediazione del sistema bancario che taluni si attendevano; al contrario, le banche hanno spesso sostenuto queste operazioni di raccolta delle imprese. Ciò risulta, tra l'altro, dall'aumento del peso dei titoli obbligazionari nel portafoglio delle banche che a marzo 2004 mostrava una crescita dell'8,5% annuo (che però in parte potrebbe essere dovuta anche a fenomeni di *securitization*). Questo fenomeno ha posto fine al trend discendente che da più di tre anni interessava il portafoglio titoli delle banche italiane.

TAB. 1.12 – Tassi su Prestiti alle famiglie ed alle società non finanziarie per tipologia e durata. Residenti dell'area dell'euro

		Stock			Nuove operazioni			
		Fam.	Soc. non finanz.	Fam. e Soc. non fin. < 1a.	Famiglie		Società non finanziarie	
					Acq. abitaz.	Credit. cons.	fino a 1 milione	oltre 1 milione
2003	Gen	6,62	5,30	6,30	4,65	9,66	4,87	3,76
	Giu	6,30	4,84	5,79	3,99	9,25	4,36	3,09
	Set	6,08	4,56	5,64	3,90	9,39	4,19	3,22
	Dic	5,90	4,45	5,48	3,80	9,09	4,10	3,17
2004	Gen	5,90	4,49	5,60	3,77	9,33	4,11	2,97
	Feb	5,86	4,49	5,62	3,76	9,23	4,15	3,05
	Mar	5,80	4,42	5,54	3,69	9,06	4,12	3,05
	Apr	5,75	4,40	5,54	3,65	8,98	4,09	3,19

I tassi bancari in Italia. I tassi d'interesse attivi sulle nuove operazioni poste in essere dalle nostre banche hanno continuato a ridursi fino ad aprile 2004, ma a un ritmo molto inferiore a quello dello scorso anno (TAB. 1.12) Si è trattato infatti di un progressivo adeguamento dei tassi bancari ai rendimenti di mercato, in particolare quelli a breve, a loro volta condizionati dal Repo fermo al 2% e dalle aspettative (ora scomparse) di possibili ribassi. La modesta tendenza al rialzo dei tassi di mercato che si sta di recente verificando e che dovrebbe proseguire anche nei prossimi mesi suggerisce che, quanto prima, anche i tassi attivi sulle nuove erogazioni riprenderanno a salire. La riduzione tra dicembre e aprile è stata comunque più sensibile per i mutui per l'acquisto di abitazioni (un quarto di punto) che per le altre erogazioni (credito al consumo e prestiti fino a 1 milioni di euro a società non finanziarie). I tassi sulle nuove operazioni di importo elevato (oltre 1 milioni di euro) a favore delle società non finanziarie, che comunque sono piuttosto volatili, sono invece saliti di 14 punti base da marzo ad aprile: alla base di questa controtendenza vi è, oltre ad alcune pressioni dal lato della domanda, un ricarico che compensa l'aumentato rischio percepito dalla banche dopo i recenti episodi di insolvenza e difficoltà da parte di alcune imprese.

Oltre ai tassi sulle nuove erogazioni si è ridotto anche il rendimento medio sullo stock degli impieghi, in particolare quelli del settore famiglie, grazie ai bassi tassi delle nuove erogazioni e alla discesa dei rendimenti di mercato cui sono indicizzate le componenti a cedola variabile. E' rimasto invece praticamente costante il rendimento complessivo degli impieghi di durata inferiore all'anno.

La discesa dei tassi passivi sulla media delle consistenze è stata modesta, di un paio di punti base, con l'unica eccezione del rendimento medio delle obbligazioni che si è ridotto da dicembre a marzo di 16 punti base, per poi però risalire ad aprile di 8 punti base (TAB. 1.13).

TAB. 1.13 – Tassi passivi

	Depositi (inclusi pct)	Depositi in c/c		Obbligaz. (medio consistenze)	
		Totale	di cui: famiglie		
2003	Apr	1,14	0,89	0,79	3,65
	Ago	0,92	0,70	0,61	3,41
	Dic	0,88	0,71	0,61	3,30
2004	Gen	0,87	0,68	0,59	3,26
	Feb	0,87	0,68	0,59	3,27
	Mar	0,88	0,68	0,59	3,14
	Apr	0,86	0,67	0,58	3,22

Le condizioni creditizie rimangono, nel complesso, tuttora distese; anche l'ultima *survey* trimestrale della BCE segnala un sempre più limitato orientamento delle banche all'inasprimento del *pricing* del credito, anche a fronte di aspettative di forte ripresa della domanda delle imprese.

Contribuzione e spread. Nei quattro mesi fino allo scorso aprile, i margini dell'attività di impiego di durata inferiore all'anno hanno mostrato una tendenza al recupero: il *mark-up* rispetto all'euribor a 3 mesi è infatti risalito intorno al 3,50%, guadagnando 16 punti base su dicembre ed interrompendo la fase cedente che lo aveva contraddistinto nella seconda metà del 2003.

Nello stesso periodo, il corrispondente *mark-down* sui depositi (inclusi pct) si è ridotto dall'1,27 al 1,19%, ad ulteriore testimonianza del limitato spazio di riduzione dei rendimenti offerti alla clientela sulla raccolta a breve.

Le variazioni intervenute sui margini da intermediazione si è tradotta in una riapertura della forbice sui prestiti a breve termine, dal 4,60% al 4,69%. Questa tendenza all'aumento dovrebbe rafforzarsi nei prossimi mesi, riflettendo il consolidamento delle aspettative di restrizione monetaria.

2. L'ECONOMIA CINESE: UN NUOVO MOTORE DELLA CRESCITA *

Dopo una fase di profondo isolamento, il ruolo della Cina all'interno del sistema economico internazionale è sostanzialmente mutato nel corso degli ultimi vent'anni, arrivando ad assumere una centralità che inizia a condizionare le dinamiche macroeconomiche su scala mondiale. Nell'attuale fase di ripresa ciclica la Cina costituisce infatti uno dei maggiori motori della crescita globale¹, il principale mercato di attrazione degli investimenti diretti esteri, nonché l'area da cui origina una domanda sempre più robusta per materie prime² e da cui proviene gran parte delle produzioni a basso costo di cui beneficiano i consumatori di tutto il mondo. L'attuale fase congiunturale attraversata dall'economia cinese sembra ricalcare il tipico ciclo di espansione continua (*boom and bust*) già sperimentato in un recente passato da altre economie di questa regione. In un orizzonte temporale di più lungo periodo è opinione comune che la Cina assumerà – unitamente al Brasile e all'India – un ruolo sempre più cruciale nell'andamento dei rapporti commerciali e finanziari internazionali.

In quanto segue, dopo una breve introduzione di carattere storico – volta a chiarire le principali fasi del processo di trasformazione vissuto dall'economia cinese al termine del regime maoista – sono analizzati i tratti distintivi dell'attuale fase espansiva, sottolineando le differenze e le analogie con la fase di espansione vissuta dieci anni orsono e culminata nella decisa crescita dell'inflazione prima e successivamente nella svalutazione del Renminbi (RMB). In particolare l'attenzione si concentra sulla dinamica conosciuta negli ultimi anni dagli investimenti fissi, sul ruolo assunto dal sistema bancario e sulla quotazione del tasso di cambio nei confronti del dollaro. La sezione finale è dedicata ad alcune conclusioni riguardanti gli scenari possibili nel breve-medio termine.

* A cura di M. Lossani, S. Andreotti e D. Limonta.

¹ Negli ultimi 5 anni la crescita cinese ha contribuito per oltre un quarto alla crescita economica mondiale.

² Ad esempio, nel caso del petrolio, va ricordato che la Cina realizza il 4,3% della produzione mondiale ma consuma quasi il 7,5% della domanda mondiale.

1. Un *excursus* storico

L'apertura dell'economia cinese ai mercati internazionali risale alla fine degli anni settanta quando, con la fine del regime di Mao, prende il via un nuovo modello di sviluppo contraddistinto da una radicale rottura con il passato. Il superamento del dogma maoista dell'autosufficienza consente l'avvio della politica della "porta aperta" di Deng Xiaoping, fondata sull'adozione di una sorta di socialismo di mercato e sullo sviluppo delle relazioni internazionali (prima di allora assolutamente bandite), favorite dalla creazione delle cosiddette Zone Economiche Speciali (ZES) – territori, prevalentemente nella parte sud-orientale del paese, aperti agli investimenti stranieri ed all'interscambio commerciale con l'estero e caratterizzati da un regime di fiscalità particolarmente favorevole. Contemporaneamente viene avviato un programma di modernizzazione mirante a riportare una condizione di libero mercato nelle zone rurali, con la decollectivizzazione della proprietà agricola e il ritorno al nucleo familiare come unità di base della produzione. Successivamente il programma di modernizzazione interessa le aree urbane, con la concessione agli abitanti delle città della facoltà di intraprendere liberamente iniziative imprenditoriali a carattere familiare; investe le regole di funzionamento della burocrazia per depotenziarne i meccanismi di controllo sull'economia e sostenere il funzionamento del mercato.

Questo drastico mutamento di prospettiva ha prodotto una serie di conseguenze notevoli. Da un lato ha imposto una repentina trasformazione del tessuto produttivo del paese, che è stato avviato verso una fase di intensa industrializzazione, tuttora in corso. La riforma industriale – iniziata nel 1984 – ha fatto sì che il settore industriale fornisca oggi il contributo più importante alla formazione del reddito nazionale, a scapito del settore agricolo (che oggi genera circa il 15% del PIL, ma con oltre il 44% degli occupati). Dall'altro, ha favorito l'afflusso di investimenti esteri e stimolato il commercio internazionale, che ha conosciuto una ulteriore accelerazione a partire dal novembre 2001 dopo l'ingresso nel WTO, cui tuttavia si è accompagnato solo un parziale adeguamento delle normative commerciali – specie in materia di tutela dei marchi e di lotta alla contraffazione – e un impegno ancora incompleto relativamente al contenimento delle politiche di erogazione di sussidi e di riduzione alle barriere tariffarie.

Nel complesso le riforme introdotte negli ultimi due decenni sono state in grado di avviare un robusto processo di crescita – assimilabile a quello già precedentemente sperimentato dalle cosiddette tigri asiatiche e prima ancora dal Giappone – che ha di fatto collocato la Cina tra i maggiori attori economici nel contesto internazionale. Nel periodo 1980-2000 l'economia cinese ha infatti conosciuto una fase di sviluppo – quasi ininterrotta – contraddistinta da tassi di incremento del PIL vicini al potenziale di crescita (pari al 9,5% annuo).³ In termini aggregati il valore del PIL – valutato ai cambi correnti di mercato – la pone al sesto posto della graduatoria mondiale (4% circa del PIL mondiale); passando ad una valutazione espressa in termini di PPS, il PIL cinese rappresenta invece quasi il 13% di quello mondiale. Il reddito pro-capite, pur in veloce crescita, è stimato in \$1.060 (valutato a cambi correnti), il doppio dell'India ma circa la metà di quello russo, un decimo di quello coreano, un ventesimo di quello europeo: un segnale evidente di quanto sia ancora intenso lo sforzo che l'economia cinese deve compiere per completare il processo di *catching-up*. Contestualmente la quota dei mercati mondiali detenuta dalle esportazioni cinesi è passata dall'1 al 6%, grazie ad una fortissima crescita dell'attività di export – costituito al 90% da manufatti che si stanno velocemente spostando dai settori tradizionali a quelli elettronici o ad alto contenuto tecnologico – che ha collocato la Cina al quarto posto nella classifica dei maggiori esportatori mondiali. La consistente apertura nei confronti dell'estero ha consentito anche di attirare una

³ In un recente lavoro incentrato sul caso cinese, il FMI ha cercato di valutare le potenzialità di crescita della Cina per i prossimi anni, utilizzando un classico schema di *growth accounting*, secondo cui l'andamento del prodotto potenziale è riconducibile all'accumulazione dei fattori e all'incremento della produttività fattoriale totale (PFT). Anche assumendo una riduzione del tasso di investimento – dall'attuale 40% al 30-35% del PIL – si manifesterebbe comunque un'espansione dell'accumulazione dello stock di capitale nell'ordine di 7-8 punti percentuali annui, capace di indurre una crescita del PIL potenziale del 4-5% annuo. A ciò andrebbe aggiunto il contributo – invero modesto – della crescita della forza lavoro, la cui dinamica consentirebbe di accrescere il prodotto potenziale per circa 0,25 punti percentuali annui. Al fine di mantenere la crescita dei prossimi anni in linea con l'ottima performance registrata nel periodo 1980-2000 sarebbe perciò necessario un sostanziale aumento (tra il 3 e il 4% annuo) della produttività. Metà di questo incremento potrebbe derivare dalla riallocazione della forza lavoro dal settore agricolo (scarsamente produttivo) a quello industriale e al terziario. L'altra metà troverebbe ragione nella maggior efficienza indotta dal trasferimento di tecnologia veicolato dagli Investimenti diretti esteri nonché dal processo di riforme strutturali – che dovrebbero primariamente riguardare il funzionamento del mercato del credito e del sistema di imprese statali. Per entrambe le componenti è ragionevole supporre che vi possano essere non poche difficoltà a raggiungere i risultati desiderati.



quota crescente di investimenti diretti esteri⁴. Nel 2002, l'8,1% del totale mondiale di investimenti diretti all'estero è approdato in Cina, che è diventato il primo mercato di destinazione (oltre il 32%) fra i paesi emergenti. Nel 2003, secondo le prime stime OCSE, il mercato cinese è addirittura diventato il primo al mondo – sopravanzando quello statunitense – con un flusso netto di Investimenti Diretti Esteri superiore ai 53 miliardi di dollari.

Nonostante gli evidenti progressi restano alcuni importanti nodi da sciogliere. Sullo sfondo, rimane ancora oggi evidente la contraddizione tra una sempre più spiccata vocazione al dinamismo economico e alla modernizzazione e un modello di *governance* tuttora ancorato alla gestione del potere da parte di un solo partito (che mantiene in vita il settore pubblico più ampio all'interno del novero delle economie più grandi). Inoltre, sta diventando sempre più stridente il divario tra le regioni costiere maggiormente sviluppate e quelle rurali dell'entroterra, ancora oggi fortemente sottosviluppate e che costituiscono il serbatoio di un vero e proprio esercito di riserva di lavoratori. Fintanto che le zone urbane più sviluppate saranno in grado – grazie alla rapida industrializzazione – di assorbire la manodopera agricola proveniente dall'interno (stimata in 150 milioni di persone nell'arco dei prossimi 5 anni), la crescita potrà proseguire senza particolari tensioni (soprattutto salariali). Tuttavia non andrebbero dimenticati i costi e le difficoltà connesse a rapidi processi di urbanizzazione⁵, che nel caso specifico potrebbero diventare particolarmente rilevanti. Gli analisti economici hanno più volte sottolineato la possibilità che la robusta fase di espansione attualmente in corso (che nel periodo 1998-2002 ha creato oltre 31 milioni di nuovi posti di lavoro in termini netti!) possa andare incontro ad una brusca frenata. Secondo le ultime stime del FMI, il reddito cinese è previsto crescere attorno all'8,0% nel corso del biennio 2004-05. Altre stime sottolineano la possibilità che l'economia reale cinese possa realizzare una performance di gran lunga inferiore e che ciò provocherebbe conseguenze di non poco conto sulla stabilità del sistema bancario, già gravato da una eccessiva presenza di operatori

⁴ Anche sotto questo profilo sono notevoli le analogie con quanto già accaduto negli anni passati all'interno delle cosiddette Tigri asiatiche.

⁵ Il trend di urbanizzazione è molto simile a quello sperimentato dagli USA durante il XIX sec.: nel 1800, il 98% della popolazione complessiva viveva in aree rurali; nel 1900, la quota di popolazione residente in aree rurali era già scesa al 60%.

pubblici e da una consistente quota di crediti inesigibili espressione di quello che è stato un vero e proprio eccesso di investimenti in diversi settori produttivi.

2. L'odierna fase congiunturale

Nel primo trimestre 2004, il prodotto interno lordo cinese è cresciuto del 9,7% su base tendenziale, grazie alla forte crescita degli investimenti, aumentati del 43% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente) che si è accompagnata ad una dinamica eccellente registrata dalle esportazioni e ad una assai più contenuta dai consumi privati (aumentati del 6% circa). L'inflazione, che solo un anno fa era ferma allo 0,9%, è passata – secondo le statistiche ufficiali – al 2,8%; contestualmente il tasso di espansione della massa monetaria è risultato pari al 19,2%, mentre quello dei prestiti bancari ha superato il 21% (TAB. 2.1).

TAB. 2.1 – Principali indicatori economici
(tassi di variazione percentuali)

	2003	2004	2005
PIL	9,1	8,5	8,0
Prezzi al consumo	1,2	3,5	3,0
Partite correnti (quota di PIL)	2,1	1,6	1,9
Deficit Pubblico (quota di PIL)	2,9	2,7	2,5

Fonte: IMF World Economic Outlook, aprile 2004.

Da un lato, tali tendenze sembrano costituire la quasi naturale prosecuzione della fase di espansione che aveva portato il PIL cinese a crescere di oltre 9 punti percentuali nel corso del 2003, grazie alla eccezionale dinamica conosciuta sia dalle esportazioni (+34,6) che dagli investimenti fissi lordi (+18,0%). Esse si accompagnano però ad un aumento dei prezzi che, stando alle stime relative al tasso di inflazione effettivo (diverso da quello stimato dalle autorità di governo che ancora comprende diversi prezzi amministrati) supererebbe ampiamente i 5 punti percentuali, a dimostrazione di un progressivo avvicinamento ad una situazione di surriscaldamento⁶. Le tendenze dell'economia reale risultano sempre meno sostenibili: l'attività di investimento sembra avere oltrepassato i fisiologici limiti di un normale ancorché intenso processo di accumulazione di capitale, tipico di un'economia che sta attraversando una fase di

⁶ Secondo altre stime, il grado di surriscaldamento dell'economia potrebbe essere addirittura superiore. Ad esempio, sulla base dei consumi di energia elettrica, i tassi reali di crescita potrebbero collocarsi tra il 12% ed il 15%.

vero e proprio decollo industriale⁷. Il rapporto investimenti fissi /PIL ha raggiunto alla fine del 2003 il 43%, un valore di gran lunga superiore a quello di ogni altro paese asiatico (la Corea del Sud, seconda in questa graduatoria, vede il medesimo rapporto attestarsi al 26,7%) e a quello registrato dalla stessa Cina durante il precedente massimo registrato attorno alla metà degli anni novanta. Un risultato che in termini aggregati indicherebbe l'esistenza di una condizione di eccesso di investimento in parecchi settori produttivi – in cui una crescita molto intensa dell'output si è associata a decisi incrementi del prezzo dei fattori – che hanno beneficiato di un vero e proprio *lending boom*⁸ e del cospicuo afflusso di capitali esteri.

2.1 Le possibili cause e dimensioni dell'eccesso di investimenti

La diffusa condizione di sovra-investimento è il risultato di fattori sia esterni che interni all'economia cinese. Tra i primi è sicuramente da annoverare il basso livello raggiunto negli ultimi anni dai tassi di interesse nei paesi più sviluppati (*in primis* gli USA) che ha favorito un massiccio deflusso di capitali dai maggiori centri finanziari internazionali verso le regione periferiche. Nella fattispecie, il basso livello dei tassi americani ha favorito un fortissimo reflusso di liquidità (di proprietà cinese) all'interno della Cina – nonostante i numerosi controlli sui movimenti di capitale – che si è aggiunta alla già consistente massa di Investimenti diretti esteri.

Tra i secondi è invece da ricordare la peculiare gestione del credito – ancora oggi saldamente nella mani dello Stato (cfr. sezione successiva) – che rimane il più importante (se non l'unico) canale di finanziamento delle imprese. In effetti, il settore bancario per decenni ha concesso prestiti esclusivamente su base politica, senza la minima considerazione del profilo di rischio del soggetto

⁷ Vi è un profilo del tutto fisiologico di crescita della spesa per investimenti nella fasi di *take-off* derivante dalla necessità (peraltro ancora oggi non del tutto soddisfatta in Cina) di porre rimedio ad una forte carenza infrastrutturale rispetto alle esigenze dell'economia. A tale proposito va ricordato che nel recente passato il governo cinese ha attribuito priorità assoluta allo sviluppo del sistema dei trasporti, tanto su strada che su rotaia (ampliamento delle rete ferroviaria, elettrificazione delle linee, metropolitane urbane), oltre che al miglioramento del sistema di telecomunicazioni - dalle infrastrutture di base (nel 1997 solo un cinese su quattro possedeva un apparecchio telefonico fisso) a quelle più evolute (i servizi di telefonia cellulare sono in rapidissima espansione).

⁸ Con questo termine si identifica una situazione in cui l'erogazione del credito bancario eccede le normali dimensioni coerenti con il processo di crescita di lungo periodo e con la fase di espansione ciclica in corso.

richiedente. Di conseguenza sono state le imprese più colluse con il potere politico e/o i settori considerati strategicamente più rilevanti – secondo una logica tipica di un’economia dirigista con un sistema finanziario non sviluppato – a beneficiare dei maggiori flussi di finanziamento erogati in ragione di tassi di interesse amministrati e sotto il diretto controllo statale⁹. Per di più, la condizione di sottosviluppo dei mercati finanziari impedisce l’impiego del risparmio domestico sui mercati internazionali forzando la realizzazione di investimenti domestici in attività reali: in tal modo si alimenta ulteriormente l’espansione del settore immobiliare, favorendo la crescita dei prezzi lo sviluppo potenziale di “bolle” di domanda.

A quanto ammonta l’eccesso di investimento nell’economia cinese? Secondo alcune recenti stime, nell’anno 2004 l’ammontare di investimenti fissi sarebbe superiore del 20% rispetto al valore normale (o consistente con il trend di crescita di lungo periodo). Considerando il periodo 2001-2004, l’eccesso di investimento ammonterebbe a 200 miliardi di dollari, pari al 12% del PIL prodotto nel 2004. Sulla base di queste stime appare chiaro che l’economia cinese stia vivendo una vera e propria *investment bubble*. L’esempio più visibile di coinvolgimento in tale bolla è sicuramente rappresentato dal settore immobiliare¹⁰, la cui crescita appare trainata da una dinamica dei prezzi assolutamente straordinaria – almeno all’interno di alcune particolari aree come quella di Shanghai dove i prezzi sono aumentati del 28% annuo, contro una media nazionale di settore pari all’8%. Ma oltre al settore edilizio, eccessi di investimenti si sono già manifestati nelle industrie legate alla trasformazione delle materie prime e in quelle operanti nella creazione di infrastrutture.

2.2 Le possibili implicazioni del sovra-investimento

A fronte di queste dinamiche, le autorità di Pechino sembrano orientate a compiere qualche sforzo per raffreddare la congiuntura, riportando il ciclo su traiettorie più equilibrate e scongiurando in tal modo il rischio di un

⁹ Da qui l’irrelevanza del mercato dei *corporate bond*, di fatto esautorato dall’assoluta predominanza del finanziamento bancario, e di quello azionario: basterà infatti ricordare che le due borse di Shanghai e Shenzhen veicolano solamente il 3,9% del capitale di finanziamento, una dinamica spiegata dal fatto che oltre il 70% delle azioni è di diretta proprietà statale.

¹⁰ Anche per gli investimenti residenziali vi è un fisiologico ancorché intenso processo di crescita, stimolato sia dalla massiccia urbanizzazione di milioni di contadini in cerca di fortuna nelle città che da una domanda di alloggi indotta dalla modifica legislativa degli anni novanta che finalmente concedeva ai cittadini il diritto di essere proprietari di abitazione.



ridimensionamento improvviso dell'espansione - come quello già conosciuto nel biennio 1993-1994, quando si verificò il tracollo del mercato immobiliare che lasciò in eredità al sistema economico un eccesso di capacità produttiva, elevata disoccupazione ed una (successiva) situazione di deflazione.

A tal fine il Governo ha recentemente dichiarato che il tasso obiettivo di crescita per l'anno 2004 è pari al 7,0%, che costituisce il tasso minimo di crescita in grado di garantire l'assorbimento senza tensione della forza lavoro che migra dalle campagne e/o che viene licenziata dalle imprese statali. Diventano quindi necessari interventi di politica economica che permettano una riduzione dell'attività di investimento e il riassorbimento dei gravi squilibri che il sistema sta accumulando. Sinora gli interventi realizzati si sono sostanziati in:

- misure di drenaggio della liquidità da parte della Banca centrale cinese (PBOC), attraverso l'aumento del margine di riserva obbligatoria delle banche dal 6% al 7% (Settembre 2003) e successivamente al 7,5% (aprile 2004);
- misure di controllo dei prestiti bancari da parte della China Banking Regulatory Commission (CBRC), attraverso l'esame dei finanziamenti concessi dalle banche alle imprese operanti nei settori maggiormente caratterizzati da iper-investimento – quali ferro, acciaio, alluminio, cemento, auto e più in generale il comparto immobiliare (febbraio 2004); la costituzione di commissioni di ispezione territoriali in sette province (aprile 2004); il congelamento temporaneo di nuovi prestiti erogati dalle banche minori;
- modifiche in senso restrittivo alle procedure che regolano la concessione di appezzamenti terrieri a scopo di investimento residenziale e divieto di cambio di destinazione d'uso dei terreni da agricolo ad edificabile (provvedimenti adottati dal Consiglio di Stato, di fatto il massimo organo esecutivo cinese);
- programma di controllo dei progetti di investimento – soprattutto nei settori prima indicati – lanciato dal National Development and Reform Commission (NDRC), al fine di vagliare quali dovranno essere terminati e quali invece sospesi od addirittura annullati; e inoltre adozione di provvedimenti volti ad incentivare l'uso di capitale proprio, anziché il ricorso al credito bancario, per finanziare i progetti di investimento approvati.

A questi provvedimenti andrebbe aggiunto l'impegno assunto dalle banche commerciali di comprimere drasticamente il livello dei crediti inesigibili – al fine di creare un sistema bancario funzionale allo sviluppo di una struttura economica

“moderna” e tale da fronteggiare la competizione delle banche straniere in vista della prossima apertura del mercato finanziario nei confronti dell'estero – attraverso una decisa riduzione dell'erogazione di nuovi prestiti. Inoltre sul fronte fiscale, non va dimenticato che il Governo ha ridimensionato i piani di spesa per le infrastrutture, mentre ha accentuato il *focus* sul sostegno alle classi sociali più disagiate (operanti per lo più nel settore agricolo). Da ultimo, all'inizio del mese di maggio la Commissione Statale per lo Sviluppo e le Riforme ha disposto l'introduzione di *price caps* che limitassero gli aumenti di prezzo praticati in settori come i servizi di pubblica utilità, qualora il tasso di inflazione ufficiale dovesse eccedere il 3% annuo.

Tuttavia non è chiaro se il combinato disposto di questi interventi – unitamente ad altre possibili misure correttive, come un deciso incremento dei tassi di interesse che sono sostanzialmente invariati da più di 9 anni – sia in grado di provocare un semplice rallentamento dell'attività di investimento oppure possa indurre un vero e proprio crollo dell'attività di investimento che si manifesterebbe in modo decisamente consistente nel corso del 2005; o se, per converso, sia del tutto ininfluenza, dato il grado di sottosviluppo di mercati finanziari e la diffusione di comportamenti *bubble-driven* tra molti operatori.

Nel primo caso, l'attuale eccesso di capacità produttiva verrebbe riassorbito mediante una crescita degli investimenti fissi che, per diversi anni, rimarrebbe al di sotto del trend di lungo periodo. Si tratterebbe in questo caso di un fisiologico rallentamento che limiterebbe per alcuni trimestri la corsa dell'economia cinese.

Nel secondo caso, invece, gli interventi sinora posti in essere dispiegherebbero improvvisamente ed intensamente i loro effetti. Le istituzioni bancarie si troverebbero di fronte ad una improvvisa crescita di *non-performing loans* e gli investimenti conoscerebbero un vero e proprio crollo, non solo in termini di tasso di variazione ma addirittura di livelli assoluti. Uno scenario che potrebbe concretizzarsi qualora i prezzi (ad esempio nel settore dell'edilizia) dovessero conoscere un brusco ridimensionamento; in questo caso infatti si manifesterebbe un immediato calo del valore del collaterale (che nei paesi finanziariamente sviluppati viene usato come garanzia per l'erogazione del credito). In questo scenario, l'erogazione del finanziamento verrebbe interrotta provocando il brusco calo degli investimenti ed inducendo una severa recessione.

Nel terzo caso, si tratterebbe invece semplicemente di posticipare – senza un preciso orizzonte temporale – l’inevitabile correzione che più probabilmente assumerebbe una connotazione più vicina a quella dell’*hard-landing* più intenso. Una condizione che anche per motivi di carattere politico gli stessi governanti cinesi preferirebbero evitare, come hanno già dimostrato in occasione della fase di precedente rallentamento, tra il 1993 e il 1994.

2.3 Un ritorno al passato?

Il ciclo attuale sembrerebbe *prima facie* ricalcare quanto già avvenuto nel 1993-1994, per intensità della crescita e rilevanza degli squilibri. In realtà un esame più attento dei dati dimostra l’esistenza di notevoli elementi di diversità. Il punto chiave di divergenza è costituito dalla diversa dinamica dei consumi. Nel periodo 1992-93, il saggio di crescita della spesa per consumi era pari al 14% su base annua, oltre il doppio dell’attuale; in modo analogo, le vendite al dettaglio allora mostravano dinamiche tendenziali nell’ordine del 30%, contro il 10,7% attuale. Inoltre, la allora forte crescita degli investimenti era il risultato di decisioni di spesa prese esclusivamente dal settore pubblico (e non anche di quello privato, come avviene oggi): un elemento che rendeva più probabile la presenza di fenomeni riconducibili ad una allocazione inefficiente del capitale. In altri termini, mentre il quadro congiunturale del 1993-94 si caratterizzava per una condizione di surriscaldamento dovuto ad una dinamica abnorme sia dei consumi che degli investimenti (non del tutto produttivi), con conseguente formazione di pressioni inflazionistiche e di disavanzi correnti¹¹, il ciclo attuale denota uno stato di disequilibrio solo degli investimenti, contestuale al mantenimento di un avanzo nel saldo di parte corrente dei conti di bilancia dei pagamenti.

Non casualmente il profilo seguito dall’inflazione e dai tassi reali di interesse appare completamente differente nei due cicli. Alla metà degli anni novanta, infatti, la fase di forte crescita (il tasso di incremento del PIL aveva raggiunto il 13%) si accompagnava ad una dinamica inflazionistica fortemente crescente: si passa infatti da un valore obiettivo sul tasso di inflazione pari al 7% ad un tasso di inflazione effettivo (sui prezzi al consumo) che nel 1994 raggiunge

¹¹ Va ricordato che alla fine di tale fase i diversi tassi di cambio allora esistenti (che differenziavano tra transazioni commerciali e finanziarie di vario tipo) vengono unificati e il tasso di cambio unico viene significativamente svalutato: il rapporto di cambio passa nell’arco di una notte da 5,8 a 8,7 RMB per dollaro USA.

il 28%, con dei picchi ancora superiori (vicini al 30%) all'interno delle grandi città. Inoltre i tassi reali di interesse erano decisamente negativi (nel punto di minimo sono stati pari a -13 punti percentuali). Al giorno d'oggi, la dinamica inflazionistica appare decisamente più sotto controllo. Le ultime statistiche diramate dall'Ufficio Statistico mostrano che il maggior contributo alla crescita del livello dei prezzi proviene dal settore alimentare e dal settore residenziale (a seguito della crescita degli affitti, del costo dei materiali di costruzione e dei servizi di utilità), su cui hanno pesato eventi straordinari come la forte diminuzione della produzione di grano. Inoltre, solo all'interno di due province (Henan e Anhui), la dinamica dei prezzi apparirebbe decisamente preoccupante e fuori linea rispetto agli obiettivi programmatici. Infine i tassi di interesse reali sono già su livelli negativi (attorno a -4,5%)¹², ma ancora assai distanti dai minimi raggiunti 10 anni orsono.

Questa diversità strutturale spiega il maggior gradualismo oggi impiegato dal governo nel tentativo di ripristinare le condizioni di crescita equilibrata. Nella precedente occasione vennero adottate delle misure più incisive di politica economica con il chiaro intento di abbattere rapidamente l'inflazione, come:

- misure di controllo monetario (rialzo dei tassi di interesse per complessivi 340 punti base; ordine alle banche di recuperare i prestiti concessi in eccedenza ai limiti prescritti);
- riorientamento degli investimenti statali verso lo sviluppo delle regioni interne caratterizzate da un maggior grado di arretratezza;
- misure di controllo amministrativo dei prezzi;
- misure di politica fiscale restrittiva (taglio della spesa pubblica; imposizione ai lavoratori dell'obbligo di comprare titoli di Stato);
- divieto all'importazione di automobili.

Per contro, nel contesto attuale, nonostante le pressioni internazionali spingano per un rialzo dei tassi di interesse e/o per rivalutare il tasso di cambio, il governo si è limitato ad adottare una molteplicità di provvedimenti "chirurgici" di portata limitata, con l'obiettivo di frenare la crescita della spesa per investimenti, in un contesto inflazionistico ancora sotto controllo. I primi dati disponibili da un

¹² I tassi d'interesse reali sono computati in base a tassi d'inflazione diversi (più elevati) di quelli ufficiali, incorporando in qualche modo anche i riferimenti ai prezzi degli immobili.

lato confermano l'iniziale incisività del pacchetto di provvedimenti, ma dall'altro dimostrano l'esistenza di non poche difficoltà. Il tasso di crescita tendenziale degli investimenti fissi in aprile è diminuito al 34,7%! Tuttavia le autorità provinciali – in netto contrasto con gli orientamenti espressi dal governo centrale – hanno aumentato del 54% (nel periodo gennaio-aprile 2004, rispetto all'analogo periodo dell'anno precedente) il numero di autorizzazioni per la realizzazione di nuovi progetti di investimento. Un fatto che evidentemente conferma le difficoltà a rispettare i programmi di raffreddamento proposti dal governo centrale¹³. Inoltre le vendite al dettaglio – complice l'effetto statistico dovuto al manifestarsi della SARS nell'aprile 2003 – continuano a crescere molto sia in termini tendenziali che congiunturali (+12% il tasso di variazione congiunturale annualizzato registrato nel corso del I trimestre dell'anno).

3. Il ruolo del settore bancario

Sia nell'espansione del 1993-94 che in quella attuale, il sistema bancario cinese ha giocato un ruolo di primo piano per la formazione di posizioni squilibrate. Tuttavia, diversamente da 10 anni orsono, oggi si inizia ad avvertire la necessità di diffondere una cultura del credito più moderna ed efficiente, attraverso un rafforzamento della disciplina di mercato e la concreta attuazione di riforme nel settore finanziario, in vista dell'apertura dell'economia cinese al mercato internazionale dei capitali. Tra le sfide più importanti che la Cina dovrà affrontare nei prossimi anni vi è quindi – senza alcuna ombra di dubbio – la necessità di trasformare un sistema creditizio (per ora diretto dallo Stato) in un sistema più aperto alla concorrenza (sulla struttura del sistema bancario cinese si veda il RIQUADRO a pag. 50-51).

La transizione verso questo “nuovo regime” si preannuncia non priva di rischi e di difficoltà. Sino ad oggi il sistema bancario cinese non è incorso in crisi di dimensioni significative grazie alla peculiarità della propria struttura economica. La Cina, infatti, registra uno dei tassi di risparmio più elevati al mondo, che viene riversato annualmente sui depositi bancari, incrementando il livello di liquidità delle banche e impedendone l'insolvenza. Il ruolo svolto dal sistema creditizio nella raccolta del risparmio delle famiglie è assolutamente

¹³ Tale aumento costituisce un problema per la manovra di raffreddamento in quanto i progetti di investimento approvati dalle autorità provinciali contano per oltre l'80% del totale nazionale.

predominante, essendo pressoché assente qualsiasi altra fonte di investimento finanziario alternativo. Si stima che più di nove decimi del totale dei fondi intermediati siano di competenza del sistema bancario (i cui prestiti complessivi sono pari al 145% del PIL). La centralità e la peculiarità del sistema bancario cinese hanno probabilmente concorso a rinviare nel tempo la risoluzione dei diversi problemi che lo affliggono: la scarsa profittabilità; l'inadeguatezza del capitale¹⁴; la pessima qualità degli attivi (vale a dire dei prestiti erogati).

La recente, forte accelerazione della crescita ha reso ancora più evidente il problema del deterioramento della qualità del credito cresciuto troppo rapidamente per poter garantire il necessario monitoraggio dei progetti di investimento finanziati¹⁵ (TAB. 2.2).

TAB. 2.2 – Quote di mercato delle principali istituzioni bancarie
(quote percentuali del totale, settembre 2003)

	Totale attività	Credito	Depositi
Banche a partecipazione statale	62,3	61,2	64,9
Banche a partecipazione mista	15,0	14,9	14,7
Banche di credito cooperativo	10,4	11,3	11,8
Banche estere	1,3	1,0	0,4
Altre	10,9	11,6	8,1

Fonte: IMF, 2004.

3.1 Crediti inesigibili e imprese statali: un legame inscindibile?

Il problema dei crediti inesigibili (*NonPerforming Loans*, NPLs) non costituisce una novità per il sistema bancario cinese. L'origine della questione risiede nella stretta relazione che da lungo tempo esiste tra le “quattro grandi banche” e le imprese statali (*State Owned Enterprises*, SOEs), notoriamente inefficienti e grandi utilizzatrici di credito: le SOEs partecipano a poco più del 30% della produzione industriale complessiva, ma assorbono più dell'80% del totale dei prestiti erogati.

¹⁴ L'adozione nel 1998 del primo accordo di Basilea ha imposto alle “quattro grandi” banche cinesi un'attenta valutazione del livello di adeguatezza del capitale a disposizione. Allo scopo di rispettare il livello dell'8% nel *capital ratio* (rapporto tra capitale di vigilanza e totale attività ponderate per il rischio), il Governo centrale ha dovuto procedere nell'agosto del 1998 alla prima operazione di ricapitalizzazione (pari a 270 miliardi di yuan equivalenti a 32,5 miliardi di dollari), i cui effetti risultano tuttavia discutibili.

¹⁵ Ovviamente questa è un'affermazione più adatta a un sistema bancario sviluppato ove le banche svolgono effettivamente la funzione di *delegated monitoring*. Nella realtà cinese – come detto più volte in precedenza – il monitoraggio di fatto quasi non esiste.

**RIQUADRO - La struttura del sistema bancario cinese**

Al vertice del sistema è collocata la **Banca Centrale della Repubblica Popolare Cinese (PBOC)**, con il ruolo di garante per lo sviluppo economico e della stabilità dei prezzi. La legge del 1995 ha inoltre stabilito che la PBOC compia funzioni di supervisione e regolamentazione dell'intero settore finanziario. A partire dall'aprile del 2003, è stata istituita la **China Banking Regulatory Commission (CBRC)**, avente il compito di tutelare gli interessi dei risparmiatori, di creare e mantenere la fiducia sul sistema finanziario, di preservare la stabilità finanziaria e di contribuire a ridurre i fatti illeciti, attraverso la diffusione di una cultura finanziaria più progredita. In considerazione della completa apertura nel 2006 del sistema bancario cinese alla concorrenza delle istituzioni finanziarie internazionali, la CBRC si è posta come obiettivo primario quello di diminuire il livello dei prestiti inesigibili iscritti in bilancio da parte delle banche cinesi, per allinearli ai *ratio* che mediamente caratterizzano le banche internazionali. L'oggetto principale dei controlli sono le banche notoriamente più inefficienti quali le *state-owned bank* e le banche di credito rurale cooperativo. A partire dal 2003, i compiti di supervisione e regolazione sono svolti congiuntamente dalla Banca Centrale e dalla Commissione (CBRC) che presto se ne farà carico in maniera completa in modo che la Banca Centrale possa svolgere unicamente il ruolo di autorità di politica monetaria. L'attuale struttura della banca centrale è modellata sullo stile della Federal Reserve americana, con nove uffici a livello regionale aventi il compito di supervisionare l'attività svolta dalle banche commerciali e dagli altri istituti finanziari.

Sul territorio operano quattro tipologie diverse di istituti di credito: le banche a partecipazione statale (*state-owned bank*), le banche a partecipazione mista (*joint-stock commercial bank*), le banche di credito cooperativo (*credit co-operative*) e le banche straniere (*foreign bank*). Le diverse tipologie di istituzioni finanziarie si distinguono, non solo per le caratteristiche dell'assetto proprietario, ma anche per i differenti obiettivi che si propongono di raggiungere.

Le **banche a partecipazione statale** si distinguono a loro volta in banche commerciali e *policy bank*. Le prime sono le cosiddette "quattro grandi": Agriculture Bank of China, Bank of China, China Construction Bank, Industrial & Commercial Bank of China e rappresentano circa il 60% del totale delle attività bancarie. Le quattro banche commerciali a partecipazione statale dominano il mercato del credito, in quanto erogano circa il 61% dei prestiti complessivi e possono contare su circa il 64% dei depositi totali. Il *top management* è di nomina governativa, con evidenti ripercussioni sulla cultura aziendale. L'attività esercitata dalle quattro banche si differenzia in base al settore di riferimento: l'Agriculture Bank of China finanzia esclusivamente il settore rurale; la Bank of China è specializzata nelle transazioni internazionali; la China Construction Bank finanzia

progetti edilizi in infrastrutture; e la Industrial & Commercial Bank of China finanzia il capitale circolante delle imprese commerciali urbane. Sino al 1994, le quattro grandi erano costrette a concedere finanziamenti “politici” indipendentemente dalla qualità dell’investimento oggetto del prestito. In considerazione del ruolo di prim’ordine svolto da tale tipologia di banche nella allocazione del credito, nel 1994 sono state create tre nuove banche (dette *policy bank*) con lo scopo di evitare l’ingerenza dello stato nelle politiche di erogazione di prestiti delle “quattro grandi”. Le tre nuove banche sono: la Agricultural Development Bank, che si occupa di finanziare il settore agricolo; la China Development Bank che si occupa di finanziare sia il settore edile che quello commerciale; la Export-Import Bank of China che finanzia le attività di commercio internazionale. Diversamente dalle quattro grandi, la raccolta di fondi per i finanziamenti delle attività proviene da emissioni di titoli obbligazionari.

Le **banche a partecipazione mista** sono 120, costituiscono più del 15% dell’intera attività bancaria e stanno assumendo progressivamente un ruolo di primo piano nel panorama finanziario cinese. Si distinguono a loro volta in *joint-stock commercial bank* e in *city commercial bank*. Le prime (pari a 11 unità) si occupano di finanziare prevalentemente la struttura delle PMI, porzione di mercato non coperta dalla quattro grandi, a livello sia regionale che nazionale; grazie alla superiore flessibilità manageriale sono anche quelle maggiormente interessate dalle *joint venture* con le istituzioni straniere. Le *city commercial bank* si occupano prevalentemente di svolgere attività creditizia nelle aree urbane.

Le **banche di credito cooperativo**, sono circa 50.000 (11% del totale degli asset bancari) e svolgono attività a sostegno delle piccole e medie imprese sia a livello rurale che a livello urbano. Essendo di proprietà collettiva, sono soggette a maggiori controlli statali per cui la concessione dei prestiti è ancora influenzata da considerazioni di carattere politico. Dalle statistiche in possesso, emerge come tale categoria di banche presenti il più elevato livello di prestiti inesigibili del sistema, che è rapidamente peggiorato nel corso degli ultimi anni confermando la scarsa efficienza del settore agricolo cinese.

Le **banche straniere** sono circa 200. Alcune sono filiali di istituti internazionali, altre invece sono *joint-venture* con banche domestiche. Costituiscono solo l’1,0% delle attività complessive. Sino al 1996, alle banche straniere era fatto divieto di svolgere attività di intermediazione in valuta locale; le uniche transazioni che potevano essere compiute erano in valuta straniera allo scopo di agevolare i rapporti tra produttori ed esportatori. In seguito, le istituzioni straniere hanno acquisito la possibilità di fornire servizi finanziari in valuta locale a società estere e ad individui residenti a Shanghai e Shenzhen. Con l’ingresso del paese nel WTO, le restrizioni all’operatività delle banche straniere è in graduale attenuazione anche in vista del dicembre 2006, quando è prevista la completa apertura del sistema bancario cinese al mercato internazionale dei capitali.

Uno studio abbastanza recente, mostra che il grado di profittabilità delle SOEs – misurato come rapporto tra utile operativo e attività – è pari al 60% di quello delle società straniere e che, il *cash flow* generato è in grado di coprire solo il 20% delle spese complessive; ma soprattutto mostra la presenza di un estremo grado di vulnerabilità finanziaria che si è tradotto nel corso del tempo in un continuo sostegno da parte delle banche statali, che sono state *de facto* costrette ad erogare prestiti per finanziare non solo i programmi di investimento delle SOEs ma anche e soprattutto i costi di normale amministrazione. A ciò va aggiunto che sino al 1997, l’allocazione del credito era basata su un sistema di quote predefinite dalla BPOC che fissava il limite inferiore dei nuovi prestiti che potevano essere erogati a settori pre-determinati e che costringeva le banche a finanziare le perdite delle SOEs. A partire dal gennaio 1998, la Banca Centrale rimuove questo limite obbligatorio, senza tuttavia generare gli esiti sperati.

E’ fuor di dubbio che l’inefficienza delle imprese statali abbia numerose spiegazioni come l’elevato livello di contributi sociali, il notevole peso della spesa per interessi sul debito, l’inadeguatezza e l’arretratezza delle strutture produttive, l’incapacità o gli interessi pre-costituiti nel fissare i prezzi di vendita rispetto a quelli d’acquisto¹⁶. La rimozione di alcune di queste anomalie costituisce il punto di partenza per (tentare di) interrompere il processo di creazione di nuovi NPLs: in base ai dati pubblicati a fine 2002 dalla Banca Centrale cinese, il livello annuo di NPLs creato dal sistema è pari al 2-3% del PIL, mentre il livello cumulato sarebbe pari al 25% del PIL¹⁷. Inoltre, per limitare la dimensione dei NPLs dovrebbe essere radicalmente abbandonata la prassi secondo cui le banche non decidono il tasso di interesse da applicare ai prestiti erogati in base a criteri tipicamente commerciali, ma devono rispettare passivamente la banda di

¹⁶ In altre parole, buona parte dei prestiti erogati alle SOEs da parte delle “quattro grandi” sono assimilabili a veri e propri sussidi, che andrebbero contabilizzati come passività implicite all’interno del bilancio dello Stato, con evidenti ricadute negative sul saldo di bilancio.

¹⁷ In verità, le stime relative all’effettivo livello dei NPLs risultano piuttosto disomogenee: in base alle statistiche della Banca Centrale Cinese, l’ammontare complessivo di prestiti inesigibili delle “quattro grandi” è pari al 26,1% del totale complessivo dei prestiti alla fine del 2002; secondo altre fonti questi ammonterebbero a più del 30%; secondo altre fonti ancora addirittura supererebbero il 40%. I dati sono ancor più allarmanti se riferiti alle piccole banche locali e regionali: per esempio la Huaxia Bank (un ramo finanziario del Shougang Group) nel 1995 presentava un livello di prestiti inesigibili sul totale complessivo pari al 60-70%! Vi sono poi alcuni istituti bancari strettamente legati al surriscaldato mercato immobiliare locale che presentano livelli di inesigibilità prossimi al 50%.

oscillazione fissata dalla Banca Centrale. Nel mese di gennaio 2004 la Banca Centrale ha compiuto un importante passo in avanti nel processo di liberalizzazione del sistema bancario consentendo alle banche commerciali di aumentare il livello base del *lending rate* sino ad un massimo del 70% in relazione al profilo di rischio del soggetto richiedente. Tuttavia, questo è solo l'inizio del processo che dovrebbe portare le regole della concorrenza e del libero mercato all'interno del sistema bancario. Un altro importante passo che consentirebbe di rompere il legame tra banche e imprese di proprietà statale è costituito dal ricorso a capitale di rischio che avrebbe, in un mercato dei capitali più efficiente, il doppio vantaggio di consentire la diversificazione delle fonti di finanziamento e l'ingresso del capitale privato nelle imprese di produzione.

3.2 Crediti inesigibili e afflussi di capitali: esiste un legame?

Visti e considerati i problemi di natura strutturale che gravano sul sistema bancario cinese può apparire incomprensibile il massiccio afflusso di capitali dall'estero. In effetti, nel corso degli ultimi anni si è venuto a manifestare un vero e proprio *swing* nel conto capitale che è passato – per quanto riguarda le operazioni diverse dagli Investimenti Diretti Esteri – da un deficit di quasi 10 punti percentuali di PIL ad un surplus di oltre 5 punti, in conseguenza di un intenso processo di rimpatrio di *offshore holdings* (capitali di proprietà cinese collocati presso mercati esteri)¹⁸ attraverso il canale bancario.

Tuttavia, la spiegazione di questo *puzzle* è straordinariamente semplice: le aspettative di rivalutazione del tasso di cambio del RMB nei confronti del dollaro – unite alla considerazione del basso livello dei tassi d'interesse internazionali – hanno indotto molti operatori (per lo più cinesi) a spostare fondi all'interno della Cina, nel tentativo di lucrare un cospicuo guadagno in conto capitale eventualmente derivante dalla rivalutazione del tasso di cambio¹⁹. Si è così venuto a produrre un ampio surplus di bilancia dei pagamenti – ben superiore a quello riconducibile alla sola bilancia dei pagamenti di base²⁰ – cui è corrisposto un

¹⁸ Negli ultimi tempi sono state aperte anche delle *leveraged positions* da parte di istituzioni estere che hanno contratto prestiti all'estero per reinvestire in RMB, nell'aspettativa di una rivalutazione del tasso di cambio. Tuttavia il grosso delle operazioni è svolto da operatori cinesi, che – molto più facilmente di quelli esteri - riescono a eludere i controlli sui movimenti di capitale.

¹⁹ Ciò che viene definito *revaluation trade*.

²⁰ La cosiddetta *basic balance* è pari alla somma di partite correnti e saldo dei movimenti di capitale a lungo termine pari al saldo netto degli Investimenti Diretti Esteri.



notevole incremento delle riserve ufficiali e della liquidità a disposizione del sistema bancario. Nel tentativo di limitare la crescita della liquidità a disposizione delle banche, la Banca Centrale ha sterilizzato gli effetti degli interventi realizzati sui mercati valutari – negli ultimi mesi, per far fronte agli afflussi di *hot money*, la BPOC ha effettuato vendite di bonds a 3 e 6 mesi alle banche commerciali locali, che hanno consentito un incremento della base monetaria di soli 5 punti percentuali a fronte di un aumento delle riserve ufficiali superiore al 20% – provocando in tal modo un ulteriore aumento dei tassi di interesse domestici che ha incentivato ulteriori afflussi di capitale, contribuendo così ad una nuova fase di incremento della liquidità a disposizione delle banche e del credito erogato. Tuttavia – come già evidenziato dal modello Mundell-Fleming – non sembra possibile che l’operazione di sterilizzazione possa durare *ad infinitum*. Quindi la “questione” del tasso di cambio va affrontata e risolta in tempi non troppo lunghi.

4. “La questione” del tasso di cambio

Nella costruzione del ciclo fatto di sovra-investimento e *credit boom* il tasso di cambio del RMB ha giocato un ruolo centrale. Fintanto che gli operatori si aspettano una rivalutazione della moneta cinese, i capitali continuano ad affluire generando aumenti da un lato nel valore dello stock di riserve ufficiali e dall’altro del credito erogato dalle banche commerciali. Nell’opinione di diversi analisti il rischio che si corre è rappresentato dall’aumento degli squilibri, che renderebbe sempre più probabile lo scenario di *hard landing*. Da più parti si è dunque invocata una rivalutazione del tasso di cambio nei confronti del dollaro. Sinora le autorità cinesi hanno però preso tempo, lasciando intendere che non ritengono strettamente necessaria una rivalutazione in tempi brevi del RMB.

In effetti la “questione” del tasso di cambio è abbastanza complessa, in quanto legata non solo alla scelta del livello cui porre il cambio con il dollaro ma anche al grado di convertibilità in conto capitale della moneta cinese; al tipo di regime di cambio prescelto; e per ultimo, ma non da ultimo, ai rapporti con il Dollaro di Hong Kong SAR.

4.1 Il cambio con il dollaro: sopra o sottovalutato?

Il tasso di cambio con il Dollaro ha giocato e ancora gioca un ruolo cruciale nell’evoluzione del sistema cinese. Negli ultimi tempi è stata richiesta

con sempre maggiore insistenza da parte delle autorità USA la rivalutazione della moneta cinese, legata al dollaro americano in ragione di un cambio virtualmente fisso dal lontano 1994²¹ e pari a 8,277 Yuan. La ragione di tale richiesta deriva dal consistente e crescente surplus che la Cina – che ha ormai soppiantato il Giappone nel ruolo di più importante esportatore sul mercato USA – vanta nei confronti degli USA (43 miliardi nel 2002 e oltre 55 miliardi di dollari nel 2003, pari ad un quarto del deficit commerciale statunitense) (TAB. 2.3).

TAB. 2.3 – Bilancia commerciale della Cina
(saldi bilaterali; miliardi di dollari)

	1997	2002	2003
USA	16	43	55
Unione Europea	5	10	18
Giappone	3	-5	-14
Corea	-6	-13	-21
Taiwan	-13	-31	-37
Hong Kong SAR	37	48	61
ASEAN	0	-8	-15
Altri paesi	-1	-13	-22
Totale	40	30	25

Fonte: IMF, 2004.

Per gli americani la rivalutazione del RMB risulta funzionale alla attenuazione del deficit commerciale, un risultato di indubbio interesse in un anno elettorale in cui spesso il dibattito politico tra i candidati alla presidenza ha toccato temi come la perdita di posti di lavoro nel manifatturiero dovuta alla crescente concorrenza delle economie emergenti. Per i cinesi tale misura potrebbe ugualmente essere considerata positivamente. La rivalutazione del RMB consentirebbe infatti di raffreddare l'attuale congiuntura attraverso il calo delle esportazioni nette e il mantenimento del controllo della crescita monetaria, dell'andamento del credito e in ultima analisi anche quello dell'inflazione. Infatti, la revisione della parità centrale soddisferebbe l'appetito degli speculatori che – una volta incassato l'atteso guadagno in conto capitale – cesserebbero di far affluire fondi in quantità ingente in Cina (ovviamente qualora la rivalutazione fosse stata giudicata sufficiente dal mercato). In altre parole, ciò che non verrebbe

²¹ In termini formali il RMB si trova in un regime di cambio fisso con banda di fluttuazione, la cui ampiezza è talmente limitata (pari allo 0,002%) da rendere virtualmente invariato il tasso di cambio nei confronti del dollaro da quasi 10 anni.

realizzato mediante la variazione dei tassi di interesse – data la peculiare struttura del mercato finanziario – verrebbe ottenuto tramite una revisione della parità di cambio.

Tuttavia la decisione di rivalutare il tasso di cambio del RMB sembra ancora distante nel tempo. Le autorità cinesi hanno infatti sottolineato più volte che il tasso di cambio reale effettivo del RMB non è affatto deprezzato, come risulterebbe da alcuni esercizi basati sulle tecniche della parità dei poteri di acquisto (PPP)²². A dimostrazione di tale affermazione ricordano che il surplus commerciale – che in termini aggregati è assai più piccolo di quello bilaterale nei confronti degli USA – è frutto anche della ri-esportazione di prodotti semi-lavorati²³, che hanno quindi un elevato contenuto di importazioni. Di conseguenza il peso del costo del lavoro sul valore delle ri-esportazioni è modesto (circa il 30%). Ration per cui un eventuale apprezzamento del RMB – anche qualora fosse assai consistente (ad esempio pari al 20%) – provocherebbe un aumento modesto (attorno al 5%) dei prezzi delle esportazioni cinesi: troppo poco per determinare un drastico aggiustamento della bilancia commerciale. Inoltre, le stesse autorità hanno sottolineato con forza la rilevanza che i controlli sui movimenti di capitale (cfr. sezione sulla convertibilità) avrebbero avuto sulla attuale forza della loro moneta²⁴. Una volta rimossi i controlli e reso pienamente convertibile il RMB, si potrebbe ragionevolmente manifestare un rapido e intenso processo di diversificazione del portafoglio dei residenti cinesi, tale da produrre un deprezzamento del tasso di cambio (e non l’auspicato apprezzamento). Ration per cui una rivalutazione del RMB sarebbe al momento attuale addirittura controproducente.

²² Tuttavia, la World Bank ha recentemente pubblicato delle stime sul Pil cinese valutato sulla base di un tasso di cambio di PPP pari a 2RMB per 1 Dollaro, che dimostrerebbe (qualora la procedura usata fosse corretta) una enorme sottovalutazione reale della moneta cinese. Altre stime (più plausibili) misurano nell’ordine dei 25 punti percentuali la sottovalutazione reale della moneta cinese.

²³ Addirittura il saldo complessivo di bilancia commerciale è risultato negativo nel corso del I trimestre del 2004. Nel solo mese di febbraio si è prodotto un deficit commerciale di 7,9 miliardi di dollari, derivante dall’ingente incremento dei prezzi delle materie prime, dal rilevante ammontare di ordini verso gli USA e dall’aumento delle importazioni di prodotti elettronici.

²⁴ Non andrebbe neppure dimenticato che quasi due terzi degli Investimenti Diretti Esteri in Cina non sono *efficiency-seeking* ma bensì *market-seeking*. Di conseguenza un’eventuale rivalutazione del RMB non provocherebbe effetti particolari su questo tipo di afflussi di capitale.

4.2 Il grado di (in)convertibilità in conto capitale

La seconda questione da affrontare riguarda la convertibilità del RMB. Attualmente il sistema valutario e commerciale cinese è ancora caratterizzato da una serie di controlli che limitano la convertibilità in conto capitale del RMB²⁵. Ad esempio, gli Investimenti Diretti Esteri – benché fortemente incentivati – sono pesantemente regolati. Gli Investimenti di portafoglio soffrono di una decisa segmentazione tra operatori residenti e non. I residenti cinesi non possono ancora effettuare investimenti di portafoglio all'estero, rendendo *de facto* impossibile la diversificazione internazionale del loro portafoglio. I prestiti bancari sono ugualmente segmentati tra imprese *domestically funded* e *foreign funded*: mentre le prime si scontrano con dei vincoli precisi, le seconde sono libere di agire sul mercato valutario. Solo negli ultimi tempi sono stati fatti dei passi in avanti sul fronte della convertibilità, al fine di facilitare anche i deflussi di capitali di residenti verso l'estero: ad esempio gli esportatori non sono più obbligati a riconvertire l'intero ammontare dei proventi della loro attività di export in RMB. Analogamente diverse società che operano sull'estero sono fortemente incentivate a effettuare investimenti diretti all'estero e/o a mantenere all'estero i profitti delle loro attività commerciali e/o produttive.

In realtà i controlli non sono risultati così stringenti, almeno per i cittadini residenti. Negli ultimi anni, proprio la relativa porosità del sistema di controlli ha facilitato gli afflussi (o per meglio dire il rimpatrio) di capitali di proprietà di residenti cinesi. La velocità con cui si procederà in futuro lungo la strada della piena convertibilità dipenderà anche e soprattutto dal (eventuale) rafforzamento del sistema bancario. Difficilmente infatti un sistema fragile come quello cinese, gravato da una moltitudine di crediti inesigibili, potrebbe reggere l'impatto di una operazione di liberalizzazione finanziaria rapida e intensa. Fino a quando le banche non saranno adeguatamente capitalizzate e i loro bilanci ripuliti dall'ingente carico di *non performing loans*, procedere lungo il sentiero della piena convertibilità in conto capitale costituisce una scelta assai rischiosa, che potrebbe comportare massicci *capital reversals* e addirittura fenomeni di *bank runs*. Uno scenario (giustamente) non gradito dalle autorità cinesi che

²⁵ La convertibilità di conto corrente è sostanzialmente garantita sin dal 1996 (dopo l'accettazione dell'art. VII del FMI). Quella in conto capitale non lo è ancora in quanto si vuole isolare il sistema economico cinese dalle conseguenze dei flussi di capitale maggiormente speculativi sino a quando il sistema bancario e finanziario non ha raggiunto un grado adeguato di stabilità.



preferiscono porsi il raggiungimento della convertibilità in conto capitale come obiettivo di lungo periodo da realizzarsi solo dopo aver provveduto all'irrobustimento dell'intero sistema bancario.

4.3 Il regime di cambio: fisso o flessibile?

Secondo diversi commentatori, il RMB andrebbe non solo rivalutato e reso convertibile, ma addirittura condotto verso un regime di libera fluttuazione, al fine di sopportare meglio i numerosi shock cui il sistema cinese andrà incontro nei prossimi anni.

E' fuor di dubbio che mantenere un regime di cambio fisso in presenza di piena mobilità dei capitali sia oltremodo rischioso, come insegna l'esperienza degli stessi paesi dell'Estremo Oriente che hanno profondamente sofferto a causa delle duplici crisi (bancaria e valutaria) nel periodo 1997-98. In linea di principio tanto più rapidamente il sistema cinese renderà convertibile (in conto capitale) la propria moneta, tanto più dovrà adottare un regime di libera fluttuazione, in modo da:

- disincentivare operazioni speculative assimilabili a delle scommesse a senso unico;
- favorire l'accomodamento dei numerosi shock strutturali che si manifesteranno nel corso dei prossimi anni (come il pieno recepimento delle normative WTO riguardanti l'interscambio commerciale con l'estero).

Tuttavia, non è da escludere la possibilità – come accennato in precedenza – che la liberalizzazione finanziaria e il raggiungimento della piena convertibilità in conto capitale vengano attuati gradualmente. In tal caso diventerebbe possibile mantenere ancora per un certo tempo un regime di cambio fisso, almeno sino a quando non verrà completato il processo di irrobustimento del sistema bancario/finanziario cinese²⁶.

4.4 “Un paese-due sistemi”?: il tasso di cambio con il Dollaro di Hong Kong

Da ultimo non si può dimenticare che qualsiasi decisione riguardante il tasso di cambio del RMB nei confronti del dollaro non potrà prescindere dalla

²⁶ Se la piena convertibilità si sviluppa congiuntamente ai mercati finanziari e valutari diventa possibile usare nuovi strumenti/mercati per proteggersi meglio dal rischio di cambio.

considerazione delle conseguenze per il cambio tra il RMB e il Dollaro di Hong Kong SAR. In effetti tra queste due monete vige una situazione particolare, sintetizzabile nell'espressione "un paese-due sistemi"²⁷. In altri termini all'interno di una singola unità politica, la Repubblica popolare Cinese, coesistono due monete – il renminbi e il dollaro di Honkg Kong – che vengono generalmente accettate anche nella "zona di rispettiva non emissione" sulla base di un tasso di conversione pari ad uno, nonostante che il tasso di cambio che regola il *currency board* di Hong Kong sia pari a 7,8 HKD per dollaro USA²⁸. In tal modo, viene *de facto* garantita l'integrazione monetaria e finanziaria tra le due aree. Una condizione che potrà sussistere anche in futuro – purché qualsiasi variazione del tasso di cambio RMB/USD si rifletta in una analoga modificazione del tasso di cambio che regola il *currency board* di Hong Kong – e che gioca una rilevanza cruciale per lo sviluppo economico-finanziario della parte più avanzata del paese. Basterà ricordare a tale proposito che – anche grazie a questa peculiare forma di integrazione monetaria – le più grandi (per capitalizzazione) società quotate nella borsa di Hong Kong sono proprio cinesi²⁹.

5. Conclusioni

Il sistema economico cinese sembra trovarsi di fronte ad un bivio. O continua a crescere in modo straordinario – correndo il rischio di dover correggere bruscamente il proprio ciclo economico futuro attraverso un vero e proprio *hard landing* – oppure cerca di decelerare la corsa sfrenata in cui si trova da tempo – rallentando gradualmente il ritmo dell'attività di investimento e congegnando una sorta di *soft landing*.

La centralità e l'unicità del sistema bancario cinese – in quanto unico soggetto attivo nel campo dell'intermediazione finanziaria – rendono ormai ineludibile un processo di rafforzamento dello stesso, che passa attraverso l'iniezione di capitali privati e la drastica riduzione della quota di crediti diventati inesigibili. In modo per certi versi analogo, la "questione" del tasso di cambio è

²⁷ Ad onore del vero l'attuale situazione è definibile come "un paese, tre monete" per via della presenza anche della pataca di Macao, che al pari di Honk Kong è diventata una regione speciale dal punto di vista amministrativo (SAR) a partire dal 1999.

²⁸ Di fatto ciò avviene da diverso tempo nella regione del Delta del Fiume delle Perle, ove il Dollaro di Hong Kong è comunemente accettato.

²⁹ Nel complesso più di un quarto della capitalizzazione della borsa di Hong Kong appartiene a società cinesi.



ormai giunta al punto in cui una decisione si impone in tempi relativamente brevi (sia per quanto concerne il livello del cambio nei confronti del Dollaro che per quanto riguarda il tipo di regime cui aderire e l'estensione dei controlli sui movimenti di capitale).

Le scelte che verranno fatte su questi fronti non saranno prive di conseguenze. Non solo per la Cina ma anche per la gran parte del sistema economico mondiale, che negli ultimi anni è dipeso sempre di più dalla crescita di questo paese – al punto da considerarlo vero e proprio motore internazionale nonchè futuro baricentro delle relazioni economiche che si andranno sviluppando sia tra i paesi dell'Estremo Oriente, che tra questi e quelli occidentali. Concludiamo infatti ricordando che - al pari di molti altri paesi del Far East - anche la Cina ha accumulato, grazie all'ampio incremento delle proprie riserve ufficiali, un consistente stock di titoli del tesoro USA³⁰ che la mette in una particolare posizione contrattuale con l'Amministrazione USA. Ad esempio, qualora il contrasto sul tasso di cambio con il Dollaro si facesse più aspro non è da escludere la possibilità che il Governo cinese minacci – in modo credibile – di non essere più disponibile a sottoscrivere i titoli del tesoro USA, arrivando a provocare effetti indesiderati sui tassi a lunga americani. Un chiaro esempio di come stiano cambiando gli equilibri geo-politici nello scacchiere internazionale a seguito del decollo dell'economia cinese.

³⁰ Al momento attuale la Cina è il secondo maggior detentore straniero di titoli del debito pubblico americano (quasi il 7% del totale detenuto da stranieri, un incremento notevole ricordando che ancora nel 1994 la sua quota ammontava al 2,4%).



3. LE OBBLIGAZIONI DELLE IMPRESE E I LORO RENDIMENTI *

Negli ultimi anni si é avuto un forte sviluppo delle nuove emissioni obbligazionarie sul mercato europeo e del mercato secondario degli stessi titoli. Gli stimoli sulla domanda e sull'offerta, e quindi il significativo aumento delle dimensioni del mercato, sono derivati, per quanto riguarda gli investitori, dal basso livello dei rendimenti dei titoli di Stato che si é determinato in corrispondenza alla nascita dell'euro e, per quanto riguarda le imprese, dai vantaggi che il ricorso al mercato possiede rispetto al credito bancario. Gli spread tra i rendimenti di mercato dei titoli corporate e i rendimenti delle attività considerate "sicure" sono sensibili all'andamento dell'economia, del mercato azionario e dei rendimenti delle altre attività finanziarie, interne ed estere; risentono inoltre in modo rilevante del rating assegnato alle emissioni. L'influenza del rating risulta persino più forte di quella che dovrebbe risultare dalla sola considerazione delle probabilità di insolvenza, un risultato sul quale non vi è ancora un completo accordo tra gli studiosi.

1. Sviluppo e crescita del mercato

Le emissioni obbligazionarie effettuate da imprese industriali ed istituzioni finanziarie hanno mostrato una crescita consistente specie negli anni 1999-2002, non solo nel nostro paese, ma in tutte le principali economie industriali, in un contesto congiunturale caratterizzato (almeno a partire dal 2000) da una brusca correzione al ribasso dei corsi azionari e da una fase di ristagno dell'economia. A partire dalla fine degli anni Novanta, infatti, le maggiori imprese non finanziarie italiane hanno profondamente mutato la composizione e la struttura dei loro debiti finanziari, aumentando notevolmente il ricorso all'emissione di titoli obbligazionari. A livello aggregato, il peso delle obbligazioni rispetto agli altri debiti finanziari dei principali gruppi industriali quotati è passato dal 25% circa nel 1998 a quasi il 70% nel 2002. In termini assoluti, le obbligazioni in bilancio (valutate al nominale) sono passate, fra il 1998 e il 2002, da 18 a 65 miliardi di euro (che equivale a un tasso di crescita medio annuo del 38% circa), mentre gli altri debiti finanziari (essenzialmente debiti a breve e medio-lungo termine nei

* A cura di G. Verga, G. Barone e D. Zucchelli.



confronti delle banche) sono passati da 72 a 96 miliardi di euro (che equivale invece a un tasso di crescita dell'8% circa)¹. A partire dal 1998 pertanto i principali gruppi industriali quotati hanno spesso preferito emettere obbligazioni per raccogliere nuovo capitale di debito, piuttosto che aumentare il ricorso al sistema bancario.

I motivi della crescita. Anche se recentemente le emissioni sono state rallentate da una serie di crisi aziendali e scandali finanziari, le aspettative sono di una consistente ripresa. I fattori che nel passato hanno sostenuto il ricorso al mercato obbligazionario sono infatti diversi e una parte di essi può ancora determinare un ulteriore sviluppo del mercati delle obbligazioni *corporate*.

In primo luogo vi è l'avvento dell'euro. L'adozione della moneta unica ha sostenuto indirettamente le emissioni *corporate* sia perché, ad essa, si è accompagnato un periodo di bassi tassi d'interesse sui titoli di Stato determinato, tra l'altro, anche dalle regole di disciplina fiscale fissata dal trattato di Maastricht. Il passaggio all'euro inoltre ha prodotto effetti rilevanti sulle tecniche gestionali degli investitori istituzionali. Innanzitutto la moneta unica ha allentato i requisiti di bilanciamento delle attività e passività valutarie prescritti a molti di tali investitori (i quali in precedenza mostravano una forte concentrazione dei portafogli nelle rispettive valute nazionali). Le imprese di assicurazione e i fondi pensione, in particolare, hanno potuto beneficiare dell'eliminazione del rischio di cambio e hanno potuto disporre, senza rischi valutari, dell'alternativa rappresentata dalle obbligazioni emesse da imprese dell'intera zona-Euro, con una maggiore diversificazione per emittente, settore e zona geografica. La riduzione dei tassi nell'area euro ha incentivato gli investitori a ricercare opportunità che offrissero un rendimento maggiore di quello dei titoli di Stato, come appunto i *corporate bond* (FIG. 3.1). Tale tendenza è testimoniata altresì dal progressivo allargamento del mercato verso i prestiti con minore emessi da emittenti *high yield*.

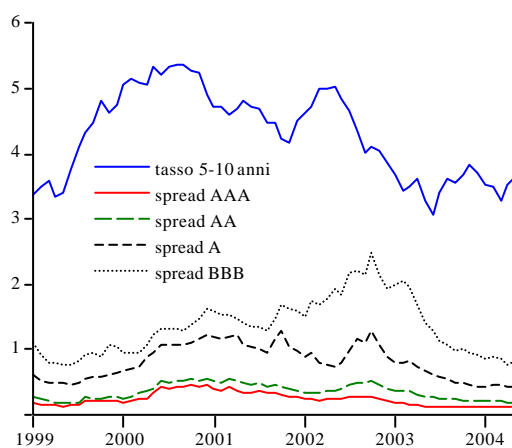
L'utilizzo dei titoli obbligazionari si è dimostrato competitivo anche nei confronti dei prestiti bancari. Il prestito obbligazionario mostra innanzitutto una "duttilità" maggiore del finanziamento bancario a lungo termine, nel senso che non richiede il collegamento a uno specifico progetto d'investimento; può essere

¹ Cfr. Relazione Consob per l'anno 2003, p. 30.

emesso senza prestazione di quelle garanzie reali che sono ancora spesso richieste dalle banche per i finanziamenti a medio-lungo termine.

Inoltre le obbligazioni sono state utilizzate, specie nel 1999, per finanziare le numerose operazioni di fusione e acquisizione attuate nel corso degli ultimi anni in tutti i principali paesi ed anche *cross-border*, soprattutto nel settore delle telecomunicazioni.

FIG. 3.1 – Rendimento dei titoli di Stato a 5-10 anni e spread dei rendimenti *corporate* di diverso rating
(dati mensili, gennaio 1999-maggio 2004)



Fonte: BCE, MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni.

Lo strumento obbligazionario si è rivelato adatto anche per le imprese che si trovano in particolari fasi del ciclo di vita, come nel caso delle *start up* o dei *management buy out*. Allo stesso modo, numerosi *buy back* sono stati finanziati dalle imprese con debito anziché con risorse interne. L'emissione obbligazionaria può costituire infine un utile strumento per società che intendono ricorrere ad una futura cessione di quote o alla quotazione di borsa – come l'andamento del 1999, anno di forte crescita del mercato borsistico, ha dimostrato – perché consente all'impresa di sondare l'interesse del pubblico e del mondo finanziario anche fuori della propria tradizionale area territoriale.

Per quanto riguarda l'Italia va segnalato che le obbligazioni mostrano ancora un ruolo limitato nel finanziamento delle imprese, soprattutto se si fa un confronto con le imprese anglosassoni. Le ragioni di fondo sono rappresentate essenzialmente dalla dimensione media degli emittenti, da un lato, e dall'atteggiamento degli investitori istituzionali dall'altro. Questi ultimi infatti

considerano quasi esclusivamente emissioni con rating “*investment grade*” (superiori a BBB-) e di dimensioni di almeno 300 milioni euro. Poche, anche se in numero crescente, sono le imprese italiane che finora hanno chiesto il rating, e comunque la maggioranza delle imprese che potrebbero ricorrere al mercato obbligazionario otterrebbe il rating “*speculative grade*” soprattutto a causa delle loro dimensioni limitate. Inoltre, le emissioni inferiori ai 300 milioni di euro sono di fatto ignorate dagli investitori istituzionali per la loro scarsa liquidità.

2. I sottoscrittori e i collocamenti

La ripartizione delle quote finali destinate agli investitori istituzionali (che in genere assorbono la parte prevalente), alle banche ed agli operatori *retail* varia sensibilmente da un'emissione all'altra. La scelta di collocare le emissioni presso investitori istituzionali (in Italia generalmente a condizioni peggiori rispetto al collocamento presso il *retail*) risponde ad una strategia di intervento complessa, che considera vari elementi oltre al prezzo: il maggior grado di visibilità (dell'emittente ma anche dell'intermediario), la possibilità di aumentare la dimensione, nonché la maggiore facilità a ricorrere ad ulteriori emissioni. Il ricorso agli investitori *retail* è imposto nel caso di operazioni *not rated*, cioè prive della valutazione di merito di credito.

Sul peso che possono assumere rispettivamente gli investitori istituzionali ed i sottoscrittori *retail*, in misura peraltro variabile nel tempo, incidono vari fattori.

E' da segnalare anzitutto che sussistono notevoli differenze tra il mercato anglosassone, nel quale gran parte dell'intermediazione finanziaria passa attraverso gli intermediari, e quello dell'Europa continentale, nel quale per contro l'intervento diretto dei sottoscrittori *retail* è più consistente.

Particolare rilevanza assume anche la *name recognition* della società emittente, alla quale il mercato *retail* è in genere molto più sensibile. Difficilmente società meno note o in fase di avvio dell'attività possono essere collocate con successo fra il pubblico, mentre gli investitori istituzionali sono più sensibili ai fondamentali economici della società. Anche a questo proposito emerge la diversità con il mercato azionario che, con le numerose IPO degli ultimi anni a condizioni di prezzo particolarmente elevate, ha invece rivelato una notevole propensione al rischio dei sottoscrittori.

Negli obiettivi perseguiti e quindi nei requisiti richiesti, nonché nel comportamento assunto dagli investitori istituzionali e *retail*, si riscontrano dei tratti distintivi che incidono sulla struttura e sull'organizzazione dell'emissione. Per alcuni versi si può cioè dire che le emissioni si autoindirizzano agli uni o agli altri, in tutto o in parte. Gli investitori istituzionali mostrano innanzitutto una netta preferenza alla sottoscrizione di emissioni di tipo internazionale o Eurobond e di ammontare adeguato per garantire la successiva liquidità del titolo (attualmente circa 300 milioni di euro), con rating esplicito emesso da primarie Agenzie internazionali.

Gli emittenti che si rivolgono ad emittenti istituzionali valutano positivamente la possibilità di confrontarsi con investitori di primario livello, nonché di creare un *benchmark*, ovvero un titolo di riferimento per le negoziazioni sul successivo mercato secondario con un positivo ritorno di immagine.

Le controparti istituzionali, per contro, intervengono nella strutturazione dell'operazione e nella determinazione dello spread, che essi legano in primo luogo al rating. Ne deriva una maggior sensibilità del prezzo del titolo all'andamento e alle aspettative del mercato. Dal punto di vista dell'intermediario finanziario la presenza di investitori istituzionali può comportare un maggior impegno di sostegno sul mercato secondario, ma l'elevato ammontare e il numero comunque ristretto di controparti consentono di semplificare il processo di vendita.

Con riferimento alle norme di tutela del sottoscrittore e di trasparenza, è evidente che gli investitori istituzionali richiedono l'osservanza di disposizioni meno stringenti rispetto a collocamenti presso operatori *retail*.

I collocamenti *retail*. I punti di forza delle emissioni riservate agli investitori istituzionali rappresentano, di norma, punti di debolezza per le emissioni al dettaglio e viceversa. Il collocamento di obbligazioni in emissione presso gli investitori *retail* – che richiede al *managing group* una capillare rete di relazioni con altre banche minori e medie operanti sul territorio nazionale – rende più semplice l'intervento successivo da parte dell'intermediario per l'eventuale stabilizzazione del titolo, di grande importanza per l'emittente, grazie ad un comportamento da “cassettista” in genere assunto dagli investitori al dettaglio.

Il grado di concentrazione del sistema bancario ed il grado di specializzazione delle singole categorie di intermediari incidono sui rapporti e quindi sul ruolo svolto dal manager del consorzio di collocamento. Mentre in paesi come l'Italia è di fatto fondamentale la partecipazione ad un gruppo bancario comprendente una banca commerciale, nei paesi anglosassoni le *investment banks* collocano i titoli in emissione in gran parte presso gli investitori istituzionali (appartenenti anch'essi comunque spesso allo stesso gruppo).

Nel nostro paese, l'intermediario specializzato *lead manager* si appoggia solitamente alla banca commerciale capogruppo, avvalendosi però anche di altre banche, in genere di medie dimensioni, locali, ben radicate sul territorio che distribuiscono a loro volta i titoli sottoscritti presso il pubblico. La capacità distributiva è un elemento molto importante nella decisione se inserire o meno una banca nel sindacato di collocamento.

Il bacino di collocamento anche per gli operatori nazionali può estendersi ai paesi esteri, essenzialmente europei. In forte crescita sono risultate le operazioni di sottoscrizione *cross border*.

Più recentemente ed in misura crescente, sebbene ancora limitata, vengono effettuate emissioni tramite Internet, con l'utilizzo di particolari circuiti elettronici d'asta (*primary auction*).

A fronte di una minore capacità di assorbimento dei volumi in emissione rispetto ad un *deal* istituzionale, un'emissione destinata agli investitori privati consente di norma all'emittente di spuntare un costo della raccolta inferiore e se necessario di rinviare la richiesta del rating ad un momento successivo, più favorevole per le condizioni di mercato o per la situazione finanziaria/economica della società.

Con riferimento al costo della raccolta infatti un *deal* destinato al mercato *retail* può essere prezzato a condizioni più favorevoli per l'emittente, per la minor forza contrattuale delle controparti. I *deals* istituzionali per contro comportano in genere un premio a fronte di una maggiore capacità di assorbimento, ma come già detto risentono in misura maggiore dell'andamento del mercato e delle caratteristiche dell'emissione.

Il collocamento presso piccoli investitori privati è gradito dalle imprese emittenti che intendono ampliare la base dei sottoscrittori e diffondere la propria immagine fra i consumatori. Talvolta esse colgono nel contatto con la base al

dettaglio anche un ampliamento delle possibilità di collocamento dei propri prodotti non finanziari.

Talvolta, quando l'emissione ottiene il consenso del mercato in termini di combinazione prezzo/liquidità si possono avere casi di *oversubscription*. Tuttavia, la conoscenza del mercato dell'intermediario lo mette in grado di valutare, prima del lancio, la ricettività del mercato stesso e quindi di calibrare l'entità dell'emissione. I casi di eccesso di domanda sono quindi limitati a particolari periodi di euforia del mercato, che non rappresentano però la norma.

3. Analisi dei rischi, rating e mercato secondario

Le procedure di esame dei rischi associati all'emissione, sono analoghe a quelle seguite nella concessione di linee di credito per l'erogazione di prestiti. A parità di tutti gli elementi, in considerazione della più facile liquidabilità, un titolo riceverà un minore grado di rischio rispetto a un prestito.

E' interessante rilevare i diversi obiettivi perseguiti dalla *credit analysis* rispetto all'*equity research*. Mentre la prima valuta la capacità dell'impresa di sostenere il pagamento periodico degli interessi ed il rimborso del capitale alla scadenza, l'*equity research* pone particolare attenzione al grado di capitalizzazione e al rendimento del capitale investito, esaminando la capacità dell'impresa di creare valore e la loro valutazione di mercato. Lo stesso evento può essere valutato diversamente nell'ottica dell'obbligazionista e dell'azionista: si pensi ad esempio alle operazioni di *buy back*, effettuate con particolare frequenza negli ultimi anni, che spesso comportano un deterioramento della capacità di credito dell'impresa ma sono volte a sostenere la valutazione borsistica.

Nelle loro valutazioni, i *credit analysts* tendono a sottolineare in primo luogo i fattori di stabilità che garantiscono il mantenimento della situazione finanziaria e patrimoniale, a fronte di una sostanziale invarianza del rischio assunto. Alla base di tali valutazioni vi è attualmente - dopo l'avvento dell'euro e la diminuzione delle emissioni pubbliche - la curva *swap* (e quindi gli *swap spread* definiti dalla differenza fra il rendimento dei *government bond benchmark*

e i tassi *swap* euro). Le curve a cui il *lead manager* fa solitamente riferimento² nel prezzare l'emissione sono infatti la curva dei titoli governativi, in particolare i titoli di stato tedeschi e francesi ovvero i titoli più liquidi. Più frequentemente, i maggiori prenditori sul mercato internazionale (le agenzie governative americane, BEI, KFW, ecc.) utilizzano la curva *swap* dell'Euro, che ha il vantaggio di essere unica e di facile definizione.

Per ottenere il prezzo del titolo, al prezzo di riferimento del *benchmark* viene poi aggiunto il *credit spread*, definito in base alla valutazione di un insieme di fattori fra i quali in particolare il profilo di rischio/rendimento dell'emittente e le specifiche caratteristiche dell'emissione. È evidente poi che sullo spread dei titoli obbligazionari incidono sensibilmente anche la domanda e l'offerta. Quest'ultima può avere un impatto sugli spread persino superiore rispetto al manifestarsi di particolari situazioni di crisi in un determinato settore.

Il rating. Il “merito di credito” o rating assegnato da primarie agenzie – Standard&Poors, Moody's e meno frequentemente Fitch – è divenuto un elemento imprescindibile nelle euroemissioni, poiché ritenuto un requisito essenziale dagli investitori istituzionali.

Il rating – che può essere richiesto con riferimento alla società emittente o alla singola emissione³ – rappresenta come noto uno strumento di trasparenza e tende a superare le asimmetrie informative fra emittenti ed investitori. Esso costituisce una valutazione sintetica del grado di solidità e affidabilità della società emittente di titoli obbligazionari. Il giudizio prende in considerazione valutazioni sulla capitalizzazione, sui rischi, sulle strategie e sul *management* dell'emittente esaminato. In funzione della capacità di ripagare il debito, le

² Le variazioni nell'offerta relativa di titoli negoziabili pubblici e privati non hanno più consentito di fare riferimento ad un'offerta costante e altamente liquida di titoli a rischio zero fungenti da parametro di base nel processo di determinazione del prezzo in termini di tasso d'interesse futuro e nella gestione dei rischi di mercato e di credito. Si è reso necessario pertanto ricercare titoli idonei alla funzione di benchmark, ampiamente accettati come tali; promuovere un'offerta di tali titoli che assicurino una sufficiente copertura della curva dei rendimenti; creare strumenti di sostegno quali pronti contro termine e futures, nonché adottare tecniche di gestione dei rischi di mercato e di credito appropriate ai titoli di riferimento prescelti. La competizione fra emittenti per stabilire nuovi benchmark a vari livelli di qualità creditizia ha già preso avvio, come mostra il crescente numero di emissioni di grandissimo ammontare negli ultimi anni.

³ I rating possono differire poichè sulla valutazione delle singole emissioni e tranches incidono le caratteristiche tecniche quali la scadenza, la presenza di garanzie, la natura senior o l'eventuale subordinazione.

agenzie di rating classificano le società in *investment grade* (società con un livello di affidabilità da eccellente a buono) e in *speculative grade* (società che essendo più vulnerabili ad incertezze e maggiore esposizione a condizioni avverse presentano un rischio di *default* da medio ad elevato). Alla classificazione per merito di credito si aggiungono le considerazioni relative alle variazioni delle dinamiche societarie (che vengono sintetizzate nell'*outlook* positivo, stabile o negativo).

Il numero di investitori potenzialmente interessati alla sottoscrizione aumenta notevolmente in presenza del rating, che è considerato una forma di garanzia di qualità dell'emissione. Il rating facilita l'accesso al mercato ed il collocamento dei titoli, aumentando la visibilità della società e consentendo di conseguenza una più ampia diffusione ai titoli in emissione. Quel che in passato soleva essere un mercato riservato ai mutuatari con rating AA o superiore ha potuto assorbire un più ampio ventaglio di prestiti: negli ultimi anni infatti è aumentata la quota delle emissioni dotate di rating, fra le quali in particolare quelle con rating meno elevato. Le emissioni con merito di credito rappresentavano l'81% nel 1999 ed il 56% nell'anno successivo, mentre negli anni precedenti si aggiravano attorno al 20%. Tra le emissioni dotate di rating la quota di quelle con la valutazione più elevata (AAA o Aaa) si è gradualmente ridotta dal 44% al 13% fra il 1995 ed il 1999 per poi risalire leggermente nel 2000, al 25%. Negli altri paesi dell'area dell'euro queste quote sono risultate molto più stabili, attorno al 30%.

Una quota molto consistente delle obbligazioni italiane, almeno in termini di numero di prestiti, è però priva di rating (circa il 40%, ma meno del 20% in termini di controvalore)⁴. Tale fenomeno si riscontra comunque anche in altri paesi dell'area dell'euro, quali la Francia e la Germania, che pure contano un numero elevato di imprese senza rating che hanno collocato obbligazioni.

Il mercato secondario. Nel maggio 2003 la Consob ha assoggettato i sistemi di scambi organizzati (SSO) a obblighi di segnalazione più stringenti sui prodotti negoziati, sul volume delle transazioni e sui meccanismi di formazione dei prezzi⁵. I dati rilevati segnalano un mutamento della propensione al rischio

⁴ Cfr. Relazione Consob per l'anno 2003, p. 29.

⁵ L. Cardia, *Incontro annuale con il mercato finanziario*, Relazione Consob, 7 giugno 2004, p. 16.

delle famiglie italiane e una diversificazione internazionale del loro portafoglio, confermando l'accresciuta competizione fra prodotti finanziari e tra emittenti per attrarre il risparmio che si forma nel nostro Paese.

I dati relativi ad oltre 300 SSO rivelano un fenomeno di proporzioni significative: nel primo trimestre del 2004 sono stati scambiati titoli per circa 22 miliardi di euro. Sono stati negoziati oltre 15.000 titoli obbligazionari diversi, soprattutto emessi da banche, per un controvalore di circa 12,5 miliardi di euro; di questi, 4,4 miliardi di euro erano relativi a obbligazioni societarie. Nello stesso periodo il controvalore complessivo degli scambi obbligazionari sui mercati regolamentati è stato pari a circa 3,7 miliardi di euro. I titoli obbligazionari, ma anche altri prodotti finanziari, per loro natura tendono a essere negoziati su sistemi diversi dai mercati regolamentati, essenzialmente perché difettando di una sufficiente liquidità; tendono ad essere collocati attraverso canali diversi dall'offerta pubblica⁶.

4. Alcune proprietà dei rendimenti dei titoli *corporate*

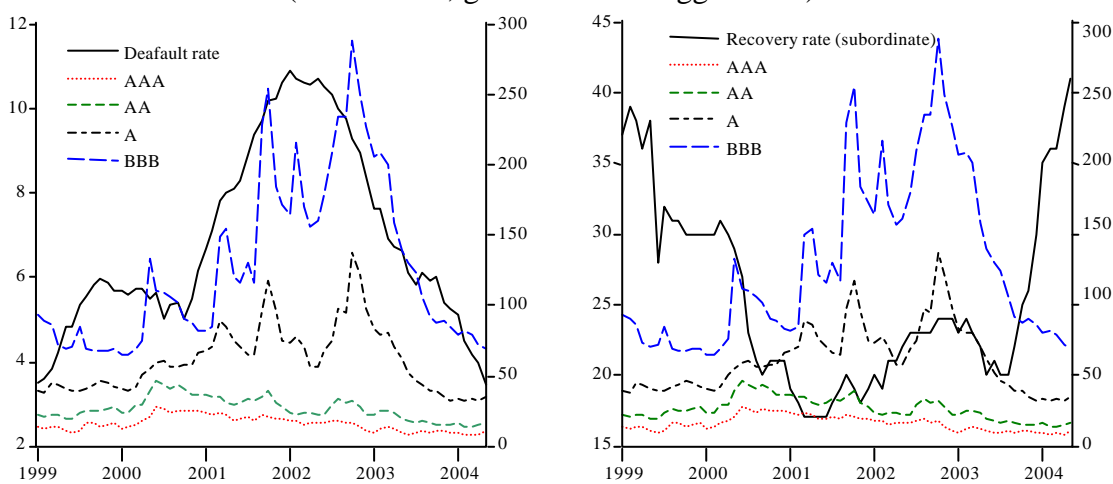
Una delle caratteristiche peculiari delle obbligazioni corporate è il rischio di insolvenza che accompagna sempre il possesso di questi titoli e rende aleatorio il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale alla scadenza. Ovviamente il rischio d'insolvenza esiste anche per i titoli di Stato, ma in molti casi (USA, Germania, Inghilterra, ecc.) il rischio di mancato pagamento è talmente basso da essere considerato praticamente nullo; lo stesso per quanto riguarda gli *swaps*. Nel caso delle obbligazioni emesse dalle imprese, invece, questo rischio non può mai essere sottovalutato, specialmente per i titoli a più lunga scadenza, e questo ne influenza il rendimento. D'altra parte il rischio di insolvenza varia da impresa a impresa e nel tempo.

Che il rischio vari da impresa ad impresa è assolutamente ovvio: imprese diverse operano in settori diversi, producono beni diversi in diversi mercati, diverse sono le capacità dei *manager*, le strutture finanziarie differiscono tra azienda e azienda, ecc. Un altro motivo di questa variabilità del rischio da impresa ad impresa risiede nel fatto che, a parità di condizioni, il "danno" che il possessore di titoli corporate subisce da un'insolvenza dipende da quanto riesce poi a farsi

⁶ Il binomio "offerta pubblica-mercato regolamentato" è tipico in realtà solo degli strumenti azionari.

rimborsare (percentuale di recupero o *recovery rate*) e questo, oltre a dipendere dalle caratteristiche proprie dell'impresa, dipende anche dalla tipologia delle emissioni (*secured, unsecured* e subordinato).

FIG. 3.2 – Tasso di default e *recovery rate* (dati europei) e spread dei rendimenti *corporate* divisi per rating (dati mensili, gennaio 1999-maggio 2004)

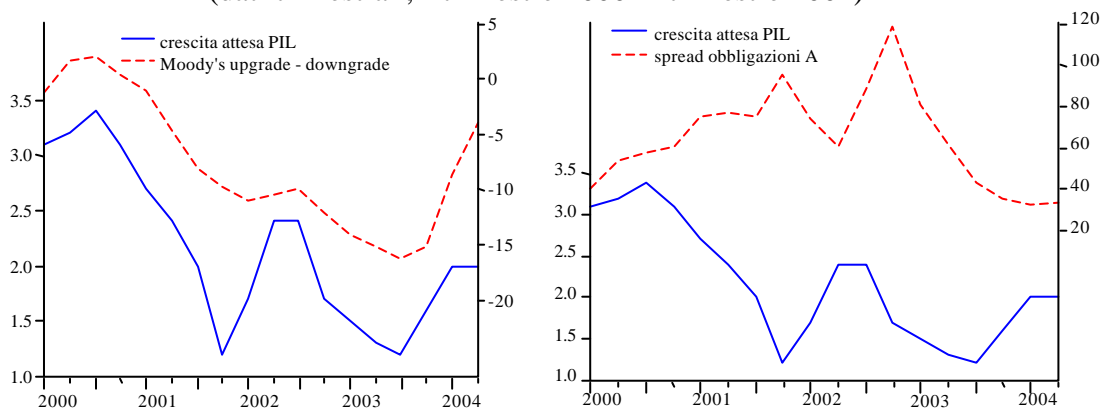


Fonte: MSCI, Bloomberg, Moody's e Datastream; nostre elaborazioni.

Note: per il tasso di *default* e il *recovery rate* = medie mobili di 12 mesi; spread: obbligazioni con scadenza 2-3 anni, scala a destra in punti base.

Lo spread tra i rendimenti delle obbligazioni corporate e quelli dei titoli di Stato, se ed in quanto rappresenta un compenso per il rischio di perdite da insolvenza, può variare nel tempo sia per l'evoluzione delle condizioni delle singole imprese, sia per l'evolversi della situazione economica nel suo complesso. Se l'economia va bene, il rischio di tutte le obbligazioni corporate si riduce perché diminuiscono le probabilità di insolvenza, aumentano i *recovery rate* attesi, migliorano la "qualità" delle imprese e delle emissioni (le agenzie di rating tendono a rivedere verso l'alto i loro giudizi), ecc., con la conseguenza che si riducono gli spread fra i rendimenti dei titoli emessi dalle imprese e quelli degli investimenti finanziari privi di rischio (FIG. 3.2. e 3.3). Ed è ovvio che tale riduzione risulterà superiore per gli spread relativi ai titoli delle imprese con più basso rating, per le quali la probabilità di insolvenza è relativamente elevata e i cui rendimenti sono quindi più sensibili all'andamento dell'economia che le allontana o le avvicina alla soglia di default.

FIG. 3.3 – Crescita attesa del PIL, variazioni nei rating di Moody's (saldo) e spread delle obbligazioni di rating A (dati trimestrali, I trimestre 2000-II trimestre 2004)



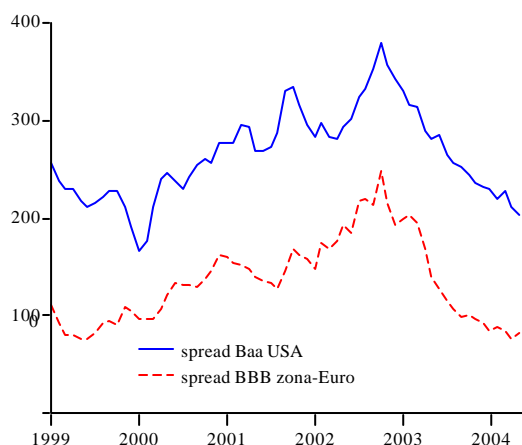
Fonte: MSCI, Bloomberg, Moody's e Datastream; nostre elaborazioni

Note: modifiche del rating = medie mobili di 12 mesi della percentuale del saldo (*upgrade-downgrade*) sul totale dei rating in essere;

spread: obbligazioni con scadenza 2-3 anni, scala a destra in punti base.

D'altra parte – in analogia ai titoli di Stato e alle azioni, i cui prezzi e rendimenti nei vari paesi tendono a muoversi insieme come conseguenza degli arbitraggi internazionali e dell'integrazione tra le diverse economie – anche gli spread delle obbligazioni corporate della zona-Euro sono legati a quelli esteri, in particolare agli USA (FIG. 3.4).

FIG. 3.4 – Andamento degli spread in Europa e USA (dati mensili, gennaio 1999-maggio 2004)



Fonte: MSCI, Bloomberg e Fed; nostre elaborazioni;

Note: per gli USA titoli a lunga, zona-Euro a 5-7 anni.

L'interrelazione tra i rendimenti corporate, i rendimenti delle attività prive di rischio, quelli delle altre attività a loro alternative e i mutamenti delle aspettative sul rischio di *default* vale anche nel breve periodo. In particolare, nella zona-Euro è possibile stimare una relazione del tutto simile a quella normalmente usata per gli Stati Uniti e che viene derivata dalla relazione di equilibrio tra i prezzi delle obbligazioni corporate e le sue principali determinanti.

Dall'analisi, i cui risultati sono sintetizzati nella TAB. 3.1.⁷, risulta che le variazioni degli spread dei rendimenti delle obbligazioni corporate sono:

- positivamente correlate alla variazione dei rendimenti dei titoli di Stato di pari scadenza; tutti i coefficienti della riga (1) della TAB. 3.1 sono positivi, per tutte le scadenze e per tutti i livelli di rating.

- inversamente correlate alle variazioni della pendenza della curva dei tassi (la differenza tra il tasso a lunga e il tasso ad un anno); tutti i coefficienti della riga (2) sono negativi;

- inversamente correlate alle variazioni percentuali del prezzo delle azioni; tutti i coefficienti della riga (3) sono negativi;

- positivamente correlate alla variazione della volatilità delle azioni; tutti i coefficienti della riga (4) sono positivi.

E' da osservare anche che i coefficienti risultano più elevati per le emissioni con rating più basso e con scadenza più lontana. Le variazioni degli spread, come già accennato in precedenza, sono più sensibili al variare delle condizioni economiche delle imprese.

⁷ I motivi economici alla base di queste relazioni sono, secondo gli economisti che hanno utilizzato questi modelli, i seguenti: (1) Un aumento del prezzo delle azioni indica un miglioramento dello stato di salute delle imprese, con la conseguente riduzione del rischio di default e quindi dello spread; inoltre, un aumento del prezzo delle azioni ne rende meno conveniente l'acquisto determinando un aumento della domanda di obbligazioni corporate, con la conseguenza di ridurre il rendimento e quindi lo spread rispetto alle altre obbligazioni. (2) Un aumento della differenza fra i tassi a lunga e a breve indica un'aspettativa di aumento dei tassi a breve e, quindi, l'aspettativa di un miglioramento dell'economia. (3) Un aumento della volatilità dei prezzi azionari segnala un aumento dell'incertezza e quindi del rischio. A differenza di altri studi, in quest'analisi non abbiamo rilevato un legame inverso tra variazioni dello spread dei titoli corporate e variazioni dei rendimenti delle attività "sicure" di pari durata, legame che emerge invece nel caso degli Stati Uniti.

TAB. 3.1 – Coefficienti di regressione della “variazione degli spread delle obbligazioni corporate” rispetto alle variazioni di quattro variabili economiche esplicative (dati mensili di variazioni trimestrali; gen 1999-mag. 2004)

	2-3 anni				5-7 anni				oltre 10 anni		
	AAA	AA	A	BBB	AAA	AA	A	BBB	AAA	AA	A
(1)	5,8	7,3	(4,0)	21,1	7,6	8,2	(7,1)	23,4	8,4	8,9	(9,3)
(2)	-6,4	-10,2	-12,7	-32,5	-13,6	-16,3	-26,5	-27,2	-11,9	-13,8	-23,2
(3)	-11,6	-17,0	-46,7	-157,8	-15,5	-22,4	-26,4	-106,9	-6,9	-25,2	-44,8
(4)	11,6	33,0	144,5	299,0	12,2	23,9	132,1	105,3	(11,9)	(25,7)	46,4

Riga (1) rendimenti titoli di stato di pari scadenza;

Riga (2) differenziale tra i rendimenti titoli di Stato e il tasso a 1 anno;

Riga (3) prezzi delle azioni;

Riga (4) volatilità prezzi delle azioni.

Fonte dei dati: MSCI, Bloomberg e BCE e nostre elaborazioni.

5. Rating e spread: un puzzle (parzialmente) irrisolto?

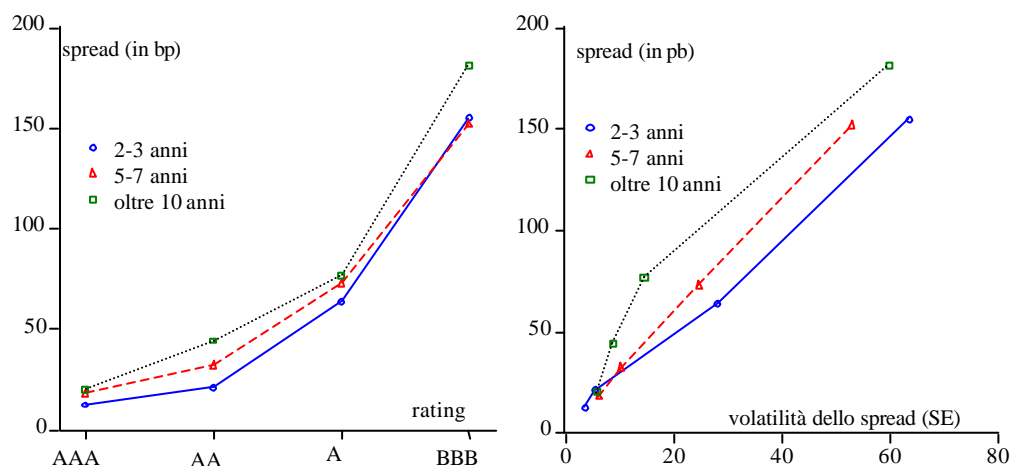
Il giudizio di merito concesso dalle agenzie di rating dovrebbe apparire collegato alla percentuale delle insolvenze e al *recovery rate* di ciascuna categoria. Dovrebbe anche risultare che i rendimenti delle obbligazioni emesse da imprese con rating migliore hanno uno spread più basso. Entrambe queste asserzioni sono soddisfatte sia dai dati europei che americani (per l'Europa si vedano la TAB. 3.2 e la FIG. 3.5).

TAB. 3.2 – Probabilità di default e recovery rate per scadenza e rating

Rating	Anni alla scadenza						Recovery rate (%)
	1 a	2 a	5 a	10 a	15 a	20 a	
AAA	0,02	0,05	0,24	0,97	2,32	4,24	88,34
AA	0,02	0,07	0,48	1,94	4,14	6,77	59,59
A	0,03	0,10	0,65	2,67	5,53	8,66	60,63
BBB	0,07	0,26	1,69	5,49	9,38	12,87	49,42
BB	1,32	3,53	10,76	19,15	23,97	27,32	39,05
B	5,58	11,07	21,76	29,09	32,75	35,49	37,54
CCC	18,60	27,59	38,94	45,91	49,17	51,40	38,02

Fonte: Creditmetrics e nostre elaborazioni per le probabilità, Altman e Kishore per i *recovery rate*.

FIG. 3.5 – Andamento degli spread medi sulle obbligazioni corporate europee, rating e loro volatilità (media periodo; gennaio 2002-maggio 2004)



Fonte: MSCI, Bloomberg e Fed; nostre elaborazioni.

Se da un punto di vista qualitativo il comportamento dei tassi corporate sembra quindi in accordo con la teoria, vi sono però dei problemi di natura *quantitativa* che fanno supporre che la teoria economica tradizionale trascuri qualche aspetto della formazione degli spread delle obbligazioni divise per classi di rating.

La teoria tradizionale suggerisce infatti una formula che, in un mercato di investitori con portafogli molto diversificati e/o neutrali rispetto al rischio, dovrebbe legare il prezzo del titolo alla probabilità di default e al *recovery rate*.⁸ Utilizzando i dati disponibili si possono quindi calcolare, per ogni categoria di rating, gli spread teorici e controllare se, almeno come ordine di grandezza, essi corrispondono a quelli effettivi. Ebbene, in tutte le analisi fatte sia per gli USA

⁸ Nel caso semplificato di uno *zero-coupon* scadente fra un anno, detta q la probabilità di default, f il *recovery rate*, r^* e P^* rispettivamente il prezzo e il rendimento dell'obbligazione *corporate*, r il rendimento di un titolo privo di rischio a scadenza annuale, il prezzo P^* dell'obbligazione *corporate* dovrebbe corrispondere al valore attuale di $100(1-q)+fq$, cioè $[100(1-q)+fq]/(1+r)$. Da questa relazione si può ricavare r^* e quindi lo spread r^*-r . La formula può essere poi facilmente generalizzata a tutti i diversi casi che interessano. A un risultato simile a questo si arriva utilizzando l'approccio di Black e Sholes: Merton ha infatti dimostrato che il valore del titolo *corporate* corrisponde alla differenza tra il valore di un titolo privo di rischio di pari importo nominale e di un'opzione *put* europea scritta sulle attività dell'impresa, con strike price L e esercitabile in $t+1$. Nel nostro esempio, infatti, il valore alla scadenza del titolo è dato dal minore tra 100 e il valore pro quota dell'impresa che, in caso d'insolvenza, è pari ad f .

che per l'Europa *i livelli* degli spread effettivi risultano sistematicamente *superiori* a quelli teorici, e questa discrepanza cresce al peggiorare del rating.

Le spiegazioni date al fenomeno sono diverse. Secondo alcuni si tratterebbe di un problema di liquidità: al peggiorare del rating scende anche la liquidità dei titoli (misurata dal differenziale denaro-lettera o calcolata con altri artifici). Secondo altri si tratterebbe invece di un “premio” sul rendimento, del tipo di quello delle azioni. In equilibrio le azioni rendono di più delle obbligazioni e quindi anche gli spread delle obbligazioni corporate, i cui rendimenti, specialmente per le emissioni di rating non elevato, si muovono in sintonia con quelli delle azioni, devono in parte godere di questo premio. In effetti, esiste anche un legame diretto fra lo spread e la sua volatilità (FIG. 3.4). Altri ancora suggeriscono invece un effetto fiscale dovuto alla tassazione delle cedole.

Ulteriori giustificazioni del fenomeno potrebbero essere trovate in una parziale segmentazione dei mercati corporate a seconda del rating, con una preferenza per i rating più elevati (che tra l'altro sono gli unici ammessi da alcuni investitori), oppure ancora a una sottovalutazione delle probabilità di default, normalmente misurate dalla percentuali *passate* delle insolvenze, rispetto a quelle effettivamente “percepite” dagli investitori. In ogni caso, comunque, anche con i nostri dati l'applicazione della formula di equilibrio allo spread dei rendimenti delle obbligazioni corporate con rating da AAA a BBB sottovaluta nettamente i veri valori. Per esempio, per le A di scadenza a 2-3 anni, la probabilità storica di default è di circa 0,20% mentre, per far quadrare i calcoli, dovrebbe essere di circa l'1%, una percentuale molto elevata rispetto ai suoi valori storici.

Le differenze tra spread effettivi e spread teorici che si presentano in un mercato, per molti versi assai sofisticato, rimangono quindi come un *puzzle* che necessita di ulteriori approfondimenti.

4. LA NUOVA DIRETTIVA SUI MERCATI FINANZIARI *

Il 21 aprile 2004 è stata approvata dal Parlamento Europeo la direttiva 2004/39/CE relativa ai mercati degli strumenti finanziari (di seguito MiFID–*Markets in Financial Instruments Directive*). Nelle intenzioni della Commissione, le norme contenute nella Direttiva costituiscono un passo importante verso la costruzione di un mercato azionario europeo integrato: le imprese di investimento godranno effettivamente di un "passaporto unico" e gli investitori beneficeranno del medesimo livello di protezione a qualsiasi sistema di intermediazione mobiliare europeo decidano di rivolgersi. La Direttiva inoltre cerca di stabilire per la prima volta un quadro regolamentare completo che regola l'esecuzione delle transazioni degli investitori da parte dei mercati regolamentati (*exchanges*), dei sistemi di negoziazione alternativi (*Multilateral Trading Facilities*) e degli intermediari (imprese di investimento) che operano in qualità di internalizzatori. La revisione della Direttiva 93/22/CEE, sui Servizi di Investimento del 10 maggio 1993 (ISD) si è resa necessaria a seguito dell'evoluzione del mercato finanziario europeo, che ha visto un aumento del numero degli investitori, della gamma di servizi e strumenti offerti, dei canali di offerta, delle tipologie di intermediari e mercati. Allo stesso tempo, i sistemi di esecuzione degli ordini, grazie anche agli sviluppi della tecnologia, hanno registrato una radicale evoluzione e un deciso ampliamento che hanno reso insufficiente la definizione di mercato regolamentato a comprendere tutte le modalità (bilaterali e multilaterali) attraverso le quali avviene l'esecuzione.

Le disposizioni legislative di attuazione della Direttiva dovranno essere assunte da ogni Stato membro dell'Unione Europea entro il 30 aprile 2006.

Nelle pagine che seguono si darà conto delle principali novità contenute nella nuova Direttiva e si fornirà una prima valutazione dei suoi possibili effetti sul mercato azionario italiano e sulle strategie degli intermediari.

* A cura di M. Anolli. Il presente capitolo rappresenta una sintesi di un più ampio lavoro in corso di pubblicazione.

1. Le disposizioni riguardanti i servizi di negoziazione

Le principali innovazioni proposte dalla Direttiva MiFID sono rinvenibili in tre diverse aree: l'ambito di applicabilità della normativa, la disciplina dell'offerta di servizi di negoziazione e il regime di trasparenza delle condizioni di mercato.

In relazione al primo aspetto, la Direttiva estende la portata della regolamentazione, espandendo sia l'elenco dei servizi finanziari soggetti (con l'inclusione dell'attività di consulenza agli investimenti, ma mantenendo alla ricerca e all'analisi finanziaria la qualifica di servizi accessori), sia l'elenco degli strumenti finanziari oggetto della prestazione di servizi di investimento (includendovi anche strumenti derivati su merci e su crediti liquidati per cassa).

Con riferimento alla disciplina dell'offerta di servizi di negoziazione, si introduce la distinzione tra mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione¹ (Multilateral Trading Facilities – MTFs) e intermediari autorizzati, eventualmente operanti in qualità di "internalizzatori sistematici". Le definizioni delle tre fattispecie sono le seguenti:

- mercato regolamentato è un "sistema multilaterale, amministrato e/o gestito dal gestore del mercato, che consente o facilita l'incontro - al suo interno ed in base alle sue regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti relativi a strumenti finanziari ammessi alla negoziazione conformemente alle sue regole e/o ai suoi sistemi, e che è autorizzato e funziona regolarmente";
- sistema multilaterale di negoziazione è un "sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro - al suo interno ed in base a regole non discrezionali - di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti";

¹ I *Multilateral Trading Facilities* (MTFs) possono essere assimilati a sistemi alternativi di negoziazione (Alternative Trading Systems, ATSs). La definizione di MTF comprende sia i sistemi di diffusione e incrocio di intenzioni negoziali (ATSs), sia i sistemi di *matching* nei quali gli ordini inseriti sul sistema vengono eseguiti a condizioni di prezzo ricavate da fonti esterne (*crossing networks*).

- internalizzatore sistematico è "un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione".

La Direttiva esclude che i singoli paesi membri possano imporre il vincolo (il cosiddetto "obbligo di concentrazione") che gli scambi su titoli quotati in un mercato regolamentato avvengano esclusivamente su mercati regolamentati; consente invece che tali scambi possano avvenire anche su sistemi multilaterali di negoziazione e/o a cura di internalizzatori sistematici. In Italia l'obbligo di concentrazione è attualmente previsto, con alcune eccezioni, solo per i titoli azionari quotati su un mercato regolamentato e limitatamente agli orari di funzionamento di almeno uno dei mercati regolamentati in cui il titolo è negoziato.

Per quanto riguarda le regole di gestione degli ordini della clientela, l'articolo 21 prescrive che essi siano eseguiti alle condizioni più favorevoli per il cliente, "tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni, della natura, dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione". Se il cliente fornisce istruzioni specifiche, tuttavia, l'impresa di investimento deve eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni. Per conseguire l'obiettivo delle "condizioni più favorevoli", le imprese di investimento devono definire una strategia di esecuzione degli ordini; devono fornire informazioni adeguate ai loro clienti e possono operare solo subordinatamente al fatto che il cliente abbia dato il suo consenso preliminare sulla strategia di esecuzione proposta. Se la strategia contempla la possibilità di esecuzione al di fuori di un mercato regolamentato o di un MTF, l'impresa di investimento deve informare i clienti di tale possibilità e ottenerne il consenso preliminare, che può essere formulato come accordo generale o con riferimento a singole operazioni. Le imprese di investimento devono poi essere in grado di dimostrare ai loro clienti che hanno eseguito gli ordini in conformità alla strategia di esecuzione adottata e dovranno definire a priori criteri per misurare la qualità dell'esecuzione, prendendo in considerazione l'entità e il tipo dell'ordine e la natura, al dettaglio o professionale, del cliente.



Nella gestione degli ordini dei clienti, le imprese di investimento dovranno applicare "procedure e dispositivi che assicurino un'esecuzione rapida, equa ed efficiente di tali ordini rispetto ad altri ordini di clienti e agli interessi di negoziazione della stessa impresa", rispettando la priorità temporale della loro ricezione. Se gli ordini inviati dal cliente indicano un limite di prezzo e riguardano azioni ammesse alla negoziazione in un mercato regolamentato, l'impresa di investimento che li riceve potrà o eseguirli immediatamente alle condizioni prevalenti del mercato (internalizzazione) oppure dovrà adottare misure volte a facilitarne l'esecuzione più rapida possibile, pubblicandoli immediatamente e in un modo facilmente accessibile agli altri partecipanti al mercato (a meno che il cliente abbia fornito esplicitamente istruzioni diverse). Tale obbligo potrà essere assolto trasmettendo gli ordini con limite di prezzo a un mercato regolamentato e/o a un sistema multilaterale di negoziazione. Potranno essere esentati dall'obbligo di pubblicazione gli ordini con limite di prezzo riguardanti un volume elevato rispetto alle dimensioni normali del mercato.

Nel contesto introdotto dalla Direttiva diventerà molto rilevante stabilire i criteri per definire la *best execution*. Nella scelta della sede (*trading venue*) in cui dare attuazione all'ordine, le imprese di investimento dovranno valutarne la capacità di offrire i migliori risultati possibili per il cliente, in considerazione dei tipi di ordine che essa utilizza e dei tipi di cliente che essa serve e dimostrare di averla utilizzata per un certo periodo di tempo e di valutarla periodicamente. I fattori dei quali tenere conto per giudicare la bontà di una sede saranno: prezzo, liquidità, commissioni e altri costi, dimensione tipica dell'ordine, caratteristiche prevalenti delle controparti, capacità di condurre a termine scambi e di liquidarli.

Per quanto riguarda i requisiti di trasparenza, essi sono trattati negli articoli 27-30 e 44-45 della Direttiva. Gli articoli 27 e 28 sono dedicati agli obblighi di trasparenza degli internalizzatori sistematici. Questi, quando negoziano quantitativi inferiori alla dimensione standard del mercato sono tenuti a pubblicare quotazioni irrevocabili per le azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati per le quali esiste un mercato liquido. Le quotazioni devono essere pubblicate con regolarità e continuità durante il normale orario di contrattazione e possono essere ritirate solo in condizioni di mercato eccezionali. Le quotazioni devono essere accessibili da parte dei partecipanti al mercato a condizioni

commerciali ragionevoli. Nel caso di azioni per le quali non esiste un mercato liquido, gli internalizzatori sistematici sono invece tenuti a comunicare le loro quotazioni alla clientela su richiesta, mentre sono esentati dall'obbligo di pubblicazione di quotazioni irrevocabili se negoziano soltanto quantitativi al di sopra delle dimensioni standard del mercato². Nei confronti dei clienti professionali, gli internalizzatori sistematici possono praticare condizioni di prezzo migliori rispetto al prezzo quotato al momento in cui ricevono l'ordine, "in casi giustificati, a patto che il prezzo rientri in una forbice pubblicata prossima alle condizioni di mercato e che gli ordini siano di dimensioni maggiori di quelle abitualmente considerate da un investitore al dettaglio". Infine, gli internalizzatori sistematici possono eseguire gli ordini che ricevono dagli investitori professionali a prezzi diversi da quelli delle loro quotazioni senza rispettare le condizioni precedenti, quando l'esecuzione in vari titoli fa parte di una sola transazione o riguardo ad ordini soggetti a condizioni diverse dal prezzo corrente di mercato.

Per quanto riguarda la trasparenza post-negoziazione (art. 28) gli internalizzatori devono rendere pubblici il volume e il prezzo delle operazioni svolte e il momento nel quale sono state concluse. Tali informazioni sono pubblicate per quanto possibile in tempo reale, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo da essere facilmente accessibili agli altri partecipanti al mercato, tramite un mercato regolamentato dove lo strumento è quotato oppure tramite un MTF nel quale è trattato, oppure ancora tramite i servizi di un terzo o tramite dispositivi propri.

Gli articoli 29 e 30 disciplinano gli obblighi di trasparenza *ex ante* e *ex post* dei MTFs. Questi (o meglio le imprese di investimento e i gestori di mercato che li gestiscono) devono rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e lo spessore del mercato a tali prezzi tramite i loro sistemi se relativi ad azioni quotate in un mercato regolamentato, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo continuo durante il normale orario di contrattazione. Essi possono

² Le dimensioni standard del mercato per ciascuna categoria di azioni sono date dal valore medio aritmetico degli ordini eseguiti nel mercato per le azioni di ciascuna categoria dove il mercato di ciascuna azione è definito come l'insieme di tutti gli ordini eseguiti nell'Unione europea relativamente a quell'azione (esclusi i volumi maggiori delle normali dimensioni di mercato). La categoria di appartenenza di ogni azione è determinata su base annua dall'autorità di mercato "competente per liquidità" in base al valore medio aritmetico degli ordini eseguiti.



essere esentati da tale obbligo se le operazioni riguardano volumi elevati rispetto alle dimensioni normali del mercato.

Per quanto riguarda l'informativa *ex-post*, i MTFs devono rendere pubblici il prezzo, il volume e il momento di esecuzione delle operazioni concluse su azioni quotate in un mercato regolamentato, a condizioni commerciali ragionevoli e per quanto possibile in tempo reale. Questo requisito non si applica alle negoziazioni eseguite in un MTF le cui informazioni siano rese pubbliche nell'ambito dei sistemi di un mercato regolamentato. La pubblicazione può essere differita in base al tipo o alle dimensioni delle operazioni, in particolare quando le operazioni riguardano volumi che sono elevati se raffrontati alle dimensioni normali del mercato.

Gli articoli 44 e 45 disciplinano gli obblighi di trasparenza *ex ante e ex post* dei mercati regolamentati. Essi devono rendere pubblici i prezzi correnti di acquisto e di vendita e la profondità del mercato a tali prezzi, a condizioni commerciali ragionevoli e in modo continuo durante il normale orario di contrattazione. Per quanto riguarda la trasparenza *ex post*, i mercati regolamentati devono rendere pubblici il prezzo, il volume e la data di esecuzione delle operazioni concluse riguardanti le azioni ammesse alla negoziazione, a condizioni commerciali ragionevoli e per quanto possibile in tempo reale. I mercati regolamentati possono essere autorizzati a differire la pubblicazione dei dettagli delle operazioni in base al loro tipo o alle loro dimensioni. In particolare l'autorità competente può autorizzare a differire la pubblicazione quando le operazioni sono di dimensioni elevate se raffrontate alle dimensioni delle operazioni normalmente negoziate sul mercato aventi ad oggetto le stesse azioni o categorie di azioni.

2. Alcuni effetti sulla concorrenza dei mercati

L'abolizione dell'obbligo di concentrazione previsto dalla MiFID è da giudicare positivamente, in quanto introduce elementi di maggiore concorrenza nell'offerta di servizi di negoziazione. Occorre, tuttavia, domandarsi se la caduta dell'obbligo di concentrazione sarà sufficiente per produrre un assetto realmente concorrenziale.

La risposta a questa domanda é assai controversa. La trasformazione in senso concorrenziale di un mercato richiede che gli utilizzatori del sistema di negoziazione siano pronti a rispondere rapidamente agli eventuali differenziali di prezzo (e di costo) proposti dai nuovi ingressi nella struttura di produzione e di offerta. Se ci sono inerzie o habitat preferiti, allora è probabile che la caduta dell'obbligo di concentrazione produca un assetto di concorrenza monopolistica, nel quale i diversi sistemi di negoziazione offrono servizi differenziati mantenendo un certo grado di controllo sul prezzo. Il mercato non sarebbe quindi, realmente contendibile. La rendita monopolistica derivante dal governo del flusso degli ordini passerebbe semplicemente da un soggetto (la borsa principale) a un gruppo di soggetti (i nuovi mercati e gli intermediari internalizzatori, ciascuno in grado di esercitare qualche forma di potere di mercato nei confronti della propria clientela).

Qualche lezione dal Nasdaq. La recente storia del Nasdaq, pur nella sua specificità, offre qualche spunto interessante su questo tema. Il Nasdaq, come noto, è nato come mercato di *dealer*. La competizione tra *market makers* che quotano il medesimo titolo si presumeva avrebbe condotto, incentivando gli operatori a quotazioni aggressive dei prezzi *bid* e *ask*, alla minimizzazione dei costi di transazione sopportati dai loro clienti. Come in ogni mercato *quote driven* puro, il pubblico degli investitori non poteva esporre i propri ordini con limite di prezzo né accedere direttamente ai *market maker*, ma doveva rivolgersi a *broker*, che a loro volta inviavano il flusso di ordini ai *market makers*. Tale assetto istituzionale, anziché portare alla minimizzazione dei costi, si è sviluppato attraverso pratiche di *preferencing* ed ha condotto ad una situazione di scarsa concorrenza e alla formazione di rendite monopolistiche grazie a pratiche di gestione del flusso di ordini. Una parte di questa rendita veniva retrocessa a favore dei *broker* sotto forma di compensi (monetari o non) che veniva in parte trattenuta dai *broker* stessi e in parte trasferita alla clientela attraverso commissioni più basse oppure un miglior livello di servizio. I *brokers* non avevano interesse ad ottenere un miglioramento del prezzo (componente di costo che il cliente "non vede") e preferivano ottenere servizi di ricerca (*soft dollars*) o pagamenti, che si trasferivano ai clienti sotto forma di servizi o di commissioni più basse (che il cliente "vede"). I *market makers* non avevano incentivo a competere sulle



quotazioni perché un loro miglioramento non avrebbe attratto nuovo flusso di ordini (che erano invece regolati dalle pratiche di *preferencing*).

Né *broker* né *market makers* avevano sufficienti incentivi ad agire nell'interesse del miglioramento del prezzo praticato agli investitori. Tale situazione è radicalmente cambiata nel biennio 1996-1997, con diverse riforme, la più importante delle quali riguarda le nuove regole di gestione degli ordini del pubblico (Order Handling Rule, Sec, gennaio 1997). In base a tale nuova regola, quando un *market maker* riceve un *limit order* può: eseguirlo in contropartita diretta; pubblicarlo (con l'indicazione di prezzo e quantità) in competizione con le proprie quotazioni; oppure inviarlo ad un altro intermediario o mercato che lo pubblichi. In questo modo gli ordini con limite di prezzo degli investitori entrano in competizione con le quotazioni espresse dai *market maker*. In conseguenza di tale riforma – che può essere assimilata, per i fini che qui rilevano, ad una riduzione delle possibilità di internalizzare – i costi di transazione (ampiezza spread, sia quotato sia effettivo) sono nettamente migliorati e la profondità del mercato è aumentata. In sintesi, l'assetto basato su *market maker* competitivi era un assetto non efficiente; le nuove regole hanno prodotto un assetto complessivo di negoziazione più competitivo e più efficiente, grazie alla riduzione della frammentazione della liquidità conseguente all'esposizione degli ordini con limite di prezzo.

Si può quindi dedurre che, rispetto a un assetto di mercato concentrato (che si realizza, per esempio, con un *limit order book* centralizzato) la frammentazione per internalizzazione riduce anche la qualità del mercato e porta ad un allargamento degli spread. In tale contesto, gli ordini internalizzati ed eseguiti alle migliori condizioni di mercato (*best bid-offer*) pagherebbero comunque uno *spread* maggiorato, dal momento che la qualità del mercato, a seguito dell'internalizzazione, peggiorerebbe per tutti.

La presenza di molteplici soggetti non è perciò di per sé sufficiente ad assicurare un comportamento concorrenziale. Le limitazioni alla concorrenza possono derivare sia dall'esistenza di più mercati, sia dalla pratica dell'internalizzazione da parte degli intermediari che ricevono il flusso di ordini. Consideriamo i due aspetti in successione.



Per quanto riguarda la presenza di molteplici *trading venues* (e quindi di un certo grado di frammentazione), si deve ritenere che essa sia compatibile con un'accettabile liquidità del mercato se si realizza il consolidamento a posteriori degli ordini del pubblico. Affinché tale consolidamento sia efficace occorre che si verifichino le seguenti condizioni:

- gli ordini ricevuti dagli intermediari devono essere esposti al mercato secondo regole e procedure non discrezionali;
- l'interazione tra gli ordini deve essere effettiva (e quindi il meccanismo di consolidamento deve essere poco costoso e il suo funzionamento deve essere sottoposto a vigilanza);
- l'invio al meccanismo centralizzato di esposizione degli ordini deve essere immediato.

Il meccanismo di consolidamento noto come *central limit order book* (CLOB) può rappresentare una soluzione adeguata. Il CLOB è un sistema centralizzato che consolida elettronicamente tutti gli ordini con limite di prezzo su un determinato titolo presenti su più mercati e li visualizza a tutti i partecipanti al mercato in relazione a precise regole di priorità. La versione più semplice del CLOB (definibile come "CLOB informativo") prevede esclusivamente la possibilità di visualizzare gli ordini presenti sul mercato, ma non di eseguirli. Il sistema statunitense di *National Best Bid and Offer* (NBBO) consente, ad esempio, di consolidare la totalità delle proposte di negoziazione su un titolo, ma per la conclusione della transazione il partecipante deve rivolgersi direttamente all'intermediario che quota la proposta³. Una versione più spinta di CLOB (definibile come "CLOB esecutivo") consente non solo di aggregare le proposte di negoziazione, ma assicura anche l'esecuzione degli scambi secondo regole di priorità e di *preferencing* definite dagli intermediari partecipanti; è questo ad esempio il funzionamento del sistema SuperMontage del Nasdaq. Il CLOB esecutivo, benché tecnologicamente fattibile anche in Europa, comporta alcuni problemi di allocazione di diritti di proprietà in relazione al soggetto che lo gestisce e al rapporto tra questo e i mercati satelliti, che sono in ultima istanza i veri fornitori di liquidità. In altri termini, se il gestore del CLOB è un soggetto

³ Sul NBBO, infatti, le proposte di negoziazione relative a un titolo non sono aggregate, ma sono indicate separatamente per intermediario.



privato, si ripropone l'argomento delle rendite monopolistiche e della loro allocazione (mercato centrale o intermediari?).

L'internalizzazione: vantaggi e controindicazioni. L'internalizzazione presenta controindicazioni prevalenti rispetto ai vantaggi, in particolare in un contesto nel quale è possibile per gli intermediari che operano in contropartita diretta praticare il *price improvement*. Secondo la pratica del *price improvement*, l'intermediario che agisce in funzione di dealer (e quindi anche l'internalizzatore) può praticare ad un particolare cliente condizioni migliori (prezzo *ask* più basso o prezzo *bid* più alto) di quelle rese note, mediante la pubblicazione delle quotazioni *bid* e *ask* alla generalità dei soggetti acquirenti. Tale pratica, benché sia perfettamente accettabile dal punto di vista "commerciale" e appaia, a prima vista, come favorevole all'acquirente è distruttiva dal punto di vista della competizione tra *dealer* e, per tale via, per la qualità dei prezzi che si generano sul mercato. In un mercato di *dealer* con possibilità di *price improvement*, anche quando le quotazioni pubblicate dai dealer sono impegnative, il valore informativo delle stesse è modesto in quanto risulta indebolita la funzione dei prezzi nell'orientare i flussi di scambio. In tali assetti di mercato, la competizione tra *dealer* non si esercita sul prezzo, ma su forme di *non price competition* (qualità del servizio, servizi aggiuntivi, sviluppo di relazioni di clientela, ecc.) con conseguenze negative sugli *spreads* e generando di conseguenza una situazione di inefficienza economica.

La controindicazione principale di un'estesa internalizzazione consiste nel fatto che, limitando l'esposizione all'intera comunità degli investitori di una parte degli ordini, essa altera il meccanismo di formazione del prezzo. Nei mercati *order driven* la liquidità è infatti prodotta dall'esposizione dagli ordini a prezzo limitato, che concorrono a formare il *limit order book*, che è il riferimento principale per le informazioni su prezzi e quantitativi scambiabili per *tutti* i partecipanti al mercato.

La trasmissione di un *limit order* è costosa perché implica per il *trader* di rivelare al mercato le proprie intenzioni negoziali e perché ad essa sono associati un rischio di non esecuzione dell'ordine e un rischio di esecuzione in perdita quando la transazione avviene con operatori informati oppure quando il prezzo



limite non è aggiornato rispetto alle condizioni di mercato⁵. L'incentivo principale a inviare *limit orders* deriva dalla circostanza che il *trader* in questo modo non sostiene il costo dello spread⁶. Tuttavia, l'efficacia di tale strategia (e quindi l'incentivo a porla in essere) dipende dalle modalità con le quali le priorità di prezzo e tempo degli ordini con limite di prezzo sono rispettate; in un mercato frammentato anche per la presenza di intermediari internalizzatori il rispetto di tali priorità risulta oltremodo problematico. In tal caso non è, infatti, possibile mettere in opera alcun meccanismo di consolidamento *ex post* degli ordini.

Il problema di fondo associato all'internalizzazione è che essa ostacola l'interazione degli ordini e in tal modo mina alla base il processo di formazione della liquidità, alterando profondamente gli incentivi che stanno alla base delle strategie di negoziazione e sbilanciando eccessivamente (a causa del monopolio sull'informazione relativa al flusso di ordini) a favore degli intermediari internalizzatori il potere contrattuale nel rapporto intermediari-investitori. Ciò è vero anche in presenza di regole di gestione degli ordini particolarmente rigorose e rigidamente applicate, ma le conseguenze dell'internalizzazione sono tanto più gravi quanto più il mercato è opaco e basato su rapporti bilaterali.

Non è infatti sufficiente che gli ordini con limite di prezzo esposti sui diversi sistemi siano consolidati dal punto di vista informativo su un sistema unico. Affinché il *book* centralizzato sia veramente rappresentativo degli interessi in acquisto e vendita, è necessario che vi sia l'obbligo per gli intermediari di esporre senza ritardo gli ordini (non eseguiti) con limite di prezzo ricevuti dai clienti. La soluzione praticabile, per ottenere i vantaggi derivanti da una maggiore concorrenza nei meccanismi di negoziazione limitando le conseguenze negative dell'internalizzazione, consiste quindi nell'obbligare (in maniera verificabile e ammettendo pochissime eccezioni) gli intermediari che ricevono ordini con limite di prezzo a eseguirli secondo regole precise e non discrezionali.

È infine cruciale garantire l'effettiva possibilità di interazione a tutti gli ordini, sia quelli attuali che quelli potenziali, provenienti da qualsiasi *trading*

⁵ In merito alle determinanti della scelta fra ordini a prezzo limitato e ordini di mercato si può vedere Petrella, G. (2000), *La microstruttura di un mercato di titoli sottili. Evidenze empiriche dalla Borsa Italiana*, Vita & Pensiero, Milano.

⁶ Infatti, quando si invia su un mercato *order driven* un ordine di acquisto a prezzo limitato e questo viene eseguito, il prezzo di esecuzione della transazione è pari al limite imposto (prezzo *bid*); viceversa, se l'ordine inviato fosse "di mercato", il prezzo di esecuzione sarebbe pari al miglior prezzo limite presente sul book sul lato delle vendite (prezzo *ask*). Considerazioni esattamente speculari valgono ovviamente in caso di ordine di vendita.

venue. Gli ordini potenziali in un mercato frammentato differiscono profondamente dagli ordini potenziali in un mercato consolidato poiché sono diverse le strategie di *trading* messe in atto dagli operatori quando sanno di essere in presenza di un mercato frammentato rispetto a quelle seguite in caso di un mercato concentrato.

La tutela della qualità di esecuzione degli ordini (interesse dei singoli investitori) e della *price discovery* (interesse della collettività degli investitori) non può infine basarsi su regole di comportamento blande e sulla segregazione "interna" degli obblighi nei conglomerati finanziari, ad esempio mediante le cosiddette "muraglie cinesi". Tali soluzioni hanno, infatti, dimostrato di non funzionare altrettanto bene come la segregazione esterna dei ruoli nel contenere gli effetti dei conflitti di interesse; nella fattispecie, appare opportuno prevedere che il mercato sia "esterno" agli intermediari. La disciplina di mercato deve, quindi, fornire corretti incentivi per perseguire la qualità di esecuzione degli ordini. Questo è l'approccio sotteso all'introduzione nel novembre 2000 da parte della Securities and Exchange Commission (SEC) della Rule 11Ac 1-5 (nota anche come "Dash5")⁷ che obbliga i mercati a produrre e diffondere con cadenza mensile statistiche sugli indicatori di liquidità/qualità del mercato, quali: il *bid-ask spread* effettivo⁸, il *bid-ask spread* realizzato⁹, il tempo di esecuzione degli ordini, l'entità del *price improvement*¹⁰.

3. Considerazioni di sintesi

L'abolizione della possibilità di introdurre l'obbligo di concentrazione degli scambi introduce elementi di maggiore concorrenza nell'offerta di servizi di negoziazione e, per tale motivo, è motivata dall'obiettivo di aumentare la concorrenza sui mercati finanziari. Non è ovvio che questo obiettivo possa essere realizzato, dato che la conseguenza primaria della caduta dell'obbligo di concentrazione è un aumento della frammentazione che si associa a rischi di

⁷ "One of the primary objectives of the Rule is to generate statistical measures of execution quality that provide a fair and useful basis for comparisons among different market centers" (SEC 2001).

⁸ Il *bid-ask spread* effettivo è pari al doppio del valore assoluto della differenza tra il prezzo di mercato e il valor medio delle migliori proposte in acquisto e vendita.

⁹ Il *bid-ask spread* realizzato è pari allo spread effettivo al netto dell'impatto permanente sul prezzo della transazione e rappresenta il profitto dell'agente fornitore di liquidità.

¹⁰ Il *price improvement* è pari al valore assoluto della differenza tra il prezzo di transazione e il valor medio delle migliori proposte in acquisto e vendita.

segmentazione dell'offerta, costi di ricerca più elevata, difficoltà di comparazione delle proposte alternative.

I rischi della frammentazione possono essere ridotti attraverso l'imposizione di rigorosi obblighi di trasparenza. La Direttiva disciplina il regime informativo *pre* e *post trade* in capo ai mercati regolamentati, ai MTFs e agli intermediari che operano in conto proprio. La disciplina informativa contenuta nella Direttiva è improntata ad un'ampia e veloce diffusione delle informazioni rilevanti. L'efficacia concreta delle norme dipenderà comunque crucialmente dalle disposizioni di attuazione e dal loro concreto *enforcement*.

La trasparenza *pre trade* non appare sufficiente a ridurre i rischi associati alla frammentazione. È quindi necessario assicurare meccanismi di collegamento tra i diversi mercati (frammentati) o tra i mercati satellite e quello primario. In sintesi, se i mercati sono singolarmente trasparenti, ma non c'è consolidamento delle quotazioni, gli incentivi all'invio al mercato di ordini con limite di prezzo potrebbero ridursi, influenzando negativamente la liquidità complessiva.

Il consolidamento degli ordini può avvenire con diversi gradi di intensità: può essere esclusivamente informativo oppure informativo e dispositivo. Per rispondere all'esigenza di consolidamento sono sufficienti *central limit order books* di tipo informativo, ma per aumentare l'efficienza dell'industria dei servizi di negoziazione è necessario assicurare esecuzione automatica/immediata almeno per gli ordini relativi a quantitativi di dimensioni non rilevanti.

La frammentazione interna (c.d. internalizzazione) presenta controindicazioni prevalenti rispetto ai vantaggi. La controindicazione principale di un'estesa internalizzazione consiste nel fatto che, limitando l'esposizione di una parte degli ordini, essa altera il meccanismo di formazione dei prezzi e di creazione della liquidità. In particolare, l'internalizzazione modifica la struttura degli incentivi che governa la fornitura di liquidità via ordini a prezzo limitato nei mercati *order driven*. Inoltre, la possibilità di praticare politiche di *price improvement* limita fortemente il valore segnaletico delle quotazioni, riducendo gli incentivi a competere aggressivamente per fornire liquidità al mercato. A ciò si aggiunga che la riduzione della significatività del valore segnaletico delle quotazioni rende molto difficile la verifica della *best execution*.

Alcune indicazioni. Per assicurare la competitività nell'offerta dei servizi di negoziazione occorre mettere l'investitore in condizione di poter effettivamente

selezionare l'intermediario o il mercato più efficiente. Anche sulla base dell'esperienza statunitense, si ravvisa l'opportunità di richiedere ad ogni sede (*trading venue*) la pubblicazione di statistiche periodiche su indicatori di qualità del mercato; in particolare, considerate le specificità dei mercati azionari europei, rivestono importanza prioritaria il *bid-ask spread* per diversi livelli di profondità del book e il tempo di esecuzione delle varie tipologie di ordini.

Per favorire la concorrenza occorre introdurre l'obbligo di comunicare ai clienti oltre ai costi di transazione espliciti (le commissioni di negoziazione) anche i costi di negoziazione impliciti sostenuti per l'esecuzione dell'ordine. Ad esempio, l'intermediario potrebbe comunicare al cliente lo *spread* effettivo della negoziazione, ovvero la differenza tra il prezzo di transazione e un indicatore di *true value* del titolo, che potrebbe essere semplicemente rappresentato dalla media delle migliori proposte in acquisto e in vendita in essere per quantitativi comparabili al momento della transazione su tutti i mercati ove è scambiato il titolo.

Per effetto della nuova Direttiva il contesto nel quale si troveranno ad operare gli intermediari negoziatori italiani avrà una evoluzione radicale e potrà comportare anche uno spostamento verso una maggiore opacità del mercato. La trasparenza *pre-trade*, che è il principale fattore di unificazione tra diverse *trading venues*, subisce molte e importanti eccezioni (titoli illiquidi, quantitativi superiori alla *standard market size* ecc.). Inoltre, le quotazioni espresse dagli internalizzatori sono "ferme" solo a precise condizioni e soggette alla possibilità di *price improvement* (per ordini di dimensioni elevate, per ordini basket ecc.). Questo tenderà presumibilmente a far emergere aree di possibile internalizzazione, soprattutto per i titoli maggiormente scambiati dagli investitori *retail*. Il segmento *retail* potrebbe quindi essere il primo ad essere oggetto di politiche aggressive da parte di intermediari internalizzatori, che potrebbero rivolgersi ad esso direttamente oppure indirettamente, "acquistando" il flusso di ordini dall'intermediario presso il quale questi si originano (*payment for order flow*). Infatti, il cliente *retail*, per le operazioni di negoziazione, mostra normalmente elevata vischiosità nel suo rapporto di clientela con l'intermediario (a causa dei servizi normalmente associati con quello di negoziazione) e bassa sensibilità al prezzo di esecuzione. Inoltre, la specificità delle diverse politiche di esecuzione proponibili all'investitore *retail* dai diversi intermediari e la varietà

delle *trading venues* impiegate potrebbe, almeno in una prima fase, rendere opache le condizioni complessive di costo e le condizioni complessive di esecuzione e quindi ottundere la sensibilità dell'investitore *retail* alle condizioni di esecuzione, facendone venire meno la immediata confrontabilità (resa ora possibile dalla trasparenza dei prezzi di esecuzione e dall'indicazione separata delle commissioni di negoziazione).

In questo panorama, le opportunità e i rischi per gli intermediari nazionali possono così essere riassunti:

- aumentano le opportunità di valorizzare le relazioni di clientela (ampliando la gamma di offerta di servizi);
- il flusso di ordini, che attualmente è originato presso l'intermediario, ma è ceduto, sostanzialmente senza corrispettivo, al mercato regolamentato potrebbe essere meglio valorizzato, sia internamente (internalizzazione) sia cedendolo all'esterno ad intermediari internalizzatori (*payment for order flow*);
- per contro, aumentano le responsabilità nell'esecuzione delle negoziazioni (la *best execution* non è più automatica, con l'esecuzione sul mercato regolamentato, ma deve essere dichiarata *ex ante* e verificata *ex post*);
- si indebolirà il ruolo degli intermediari tradizionali quali fornitori di accesso al mercato, conteso da internalizzatori sistematici, eventualmente provenienti dall'estero, forti di maggiore esperienza e di risorse patrimoniali per svolgere tale funzione.

In relazione a quest'ultimo punto la scelta strategica che sta di fronte ai maggiori intermediari italiani pare essere tra l'internalizzazione e la difesa del mercato regolamentato, mentre la "produzione" di MTFs sembra un'opzione meno attraente. L'internalizzazione richiede una base di clientela ampia (per massimizzare le probabilità di incrocio degli ordini e per minimizzare i costi di gestione del magazzino titoli), una elevata patrimonializzazione (per far fronte alle risorse patrimoniali aggiuntive richieste dal finanziamento del magazzino titoli), una buona esperienza nel *market making* di titoli azionari; una accettabile apertura internazionale. In tale ottica, i maggiori *players* internazionali partono da una posizione di vantaggio rispetto agli intermediari italiani.



L'alternativa all'internalizzazione dovrebbe essere la difesa del mercato regolamentato, continuando ad indirizzare verso di esso il flusso degli ordini generato dalla propria clientela per alimentarne i volumi di scambio, mentre la creazione di MTFs pare meno consigliabile. Infatti, le caratteristiche di liquidità e trasparenza del mercato azionario italiano, che ne costituiscono il vero punto di forza, verrebbero meno, per i motivi sopra ricordati, in caso di frammentazione delle negoziazioni su più mercati e il beneficio per un intermediario derivante dalla gestione di un MTF che intercetti un flusso di ordini frammentato difficilmente potrebbe compensare i costi per la sua creazione e gestione.



5. LE PREVISIONI DEI TASSI A BREVE*

Lo scorso 2 giugno si è riunito il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea che ha deciso ancora una volta di mantenere il Repo al 2%. Un paio di giorni prima, invece, si era riunita la Fed che aveva portato il rendimento dei *Fed funds* dall'1 all'1,25 %. Per individuare quali possano essere le prospettive dei tassi nei prossimi mesi conviene, come sempre, far riferimento alle informazioni disponibili per poi tracciare una sintesi di quanto emerge dalla loro analisi.

Le dichiarazioni ufficiali. Come già osservato all'interno di questo "Osservatorio", le ultime previsioni della BCE danno un'inflazione superiore al 2% nel 2004, che dovrebbe però tornare all'1,7% nel 2005 (più precisamente a un valore compreso fra 1,9 e il 2-3%). Nel caso del 2005 dovrebbe inoltre rafforzarsi la crescita economica (1,7-2,7 di crescita del PIL). Queste previsioni, calcolate nell'ipotesi di Repo costante, sembrerebbero indicare che, al momento, non sono necessarie significative correzioni di rotta nella politica monetaria. Tale ipotesi è confermata da quanto dichiarato da Trichet nella sua ultima conferenza stampa del 2 giugno. Il Presidente ha infatti dichiarato che le "prospettive rimangono *in linea* con la stabilità dei prezzi". Questo "messaggio", ripetuto anche nella parte finale del comunicato, conferma che non sono previste manovre sui tassi in tempi ravvicinati. Il Presidente ha anche ripreso alcune considerazioni già fatte nelle precedenti conferenze, ricordando che (1) l'attuale livello dei tassi è storicamente basso, (2) è probabile il persistere di pressioni inflazionistiche nel breve periodo, (3) la liquidità del sistema è ancora superiore al normale, (4) è necessario che rimanga contenuta la crescita dei salari, e infine che (5) la BCE "rimarrà vigile rispetto a tutti gli sviluppi che possono influenzare i rischi per la stabilità dei prezzi".

Nella parte finale delle sue dichiarazioni, però, Trichet ha parlato di "continua vigilanza rispetto al materializzarsi di rischi *verso l'alto* per la stabilità dei prezzi", ed è la prima volta da molti mesi a questa parte che l'espressione "rischi verso l'alto" appare in un documento ufficiale. Ciò gli è stato fatto presente da un giornalista, a cui il Presidente ha risposto che le previsioni sono che l'inflazione rimarrà sopra il 2% anche nei primi mesi del 2005, per poi

* A cura di G. Verga.

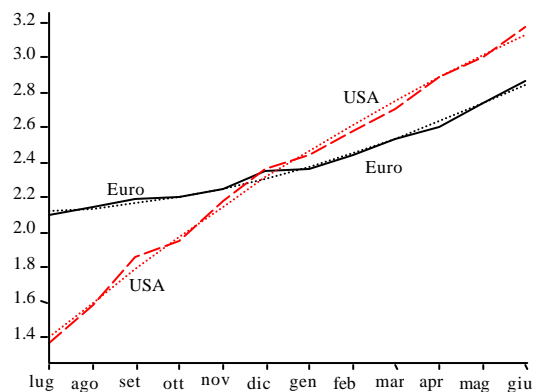
scendere sotto questa soglia. D'altra parte, le previsioni sono sempre aleatorie e, pertanto, se al posto di un graduale rientro dell'inflazione dovessero emergere dei segnali di tensioni inflazionistiche, la Banca interverrebbe. In altri termini, al momento pericoli non ce ne sono, ma potrebbero presentarsi nel futuro.

Il messaggio che si può trarre dalle dichiarazioni ufficiali della BCE è quindi che, nel breve periodo, il Repo rimarrà al 2%; successivamente ci potrebbe essere un aumento qualora non vi siano indicazioni di un rientro dell'inflazione nell'obiettivo di medio periodo.

Le previsioni del mercato. Le aspettative del mercato sull'evoluzione dei tassi a breve possono essere ricavate dalla struttura dei tassi impliciti e dai futures sui tassi.

La curva di tassi impliciti dell'Euribor calcolata il giorno successivo alla riunione del Consiglio direttivo è riportata nella FIG. 5.1. La curva risulta tutta moderatamente crescente: sono completamente sparite le aspettative di flessioni dei rendimenti dell'Euribor che avevano caratterizzato alcuni momenti del primo semestre dell'anno, ma le aspettative di eventuali aumenti dei tassi a breve sono molto più contenute di quelle degli USA. Il mercato si attende, infatti, che i rendimenti a breve americani, al momento ancora bassi, possano raggiungere a dicembre-gennaio quelli europei, per poi superarli: dato il legame tra tassi a breve e tassi ufficiali sono quindi scontate ulteriori manovre restrittive da parte della Fed.

FIG. 5.1 – Curva dei tassi impliciti dell'Euribor e confronto con i tassi impliciti dell'eurodollaro (valori del 3 giugno 2004)



Fonte: Il Sole 24 Ore e nostre elaborazioni.

Ritornando all'Euribor, una stima dell'andamento dei prossimi mesi ricavata dalla curva dei tassi impliciti è riportata nella TAB. 5.1.

TAB. 5.1 – Aspettative di mercato sull'Euribor a 1 mese e sul Repo

data		Euribor a 1 mese	Probabilità di variazioni del Repo (in%)		
			diminuzione	invariato	aumento
2004	Ago	2,09	11	83	6
	Sett	2,06	15	77	8
	Ott	2,06	12	85	3
	Nov	2,13	10	86	4
	Dic	2,12	10	73	16
2005	Gen	2,13	26	53	21

Fonte: Il Sole 24 Ore del 4-7-2004 e nostre elaborazioni.

Le previsioni del mercato sono di tassi sostanzialmente stabili pur se con una modesta tendenza alla crescita e con un significativo aumento dell'incertezza a partire dall'inizio del prossimo anno.

Le variabili economiche. Le variabili reali presentano qualche concreto sintomo di ripresa, mentre anche l'indice del clima economico e le previsioni della crescita del PIL sono migliorati. L'inflazione, però, è in ripresa, anche se permangono aspettative di un rientro (TAB. 5.2).

Nel complesso la situazione economica sembra abbastanza "neutrale" per quanto riguarda il breve periodo. Le stime econometriche dell'andamento futuro dell'euribor e del Repo sono però piuttosto ambigue perché risultano piuttosto sensibili alla scelta delle variabili da introdurre nelle regressioni: le stime, comunque, sono orientate verso una crescita anche se non immediata. In ogni caso esse segnalano la possibilità che un aumento del Repo potrebbe avvenire già a fine anno (in questo caso probabilmente di 0,25), anche se va ricordato che la precisione di queste stime non è molto elevata per orizzonti superiori ai 4 mesi.

TAB. 5.2 – L'evoluzione dei principali indicatori per la politica monetaria

Indicatori:	dic 2003	giu 2004	var.
Repo	2,00	2,00	=
Repo – inflazione	-0,20	-0,50	↓
Δ% prezzi al consumo (inflazione)	2,20	2,50	↑
Δ% prezzi beni industriali (non energetici)	0,80	1,99	↑
cambio \$/€(fine mese prec.)	1,20	1,20	=
prezzo petrolio (in euro)	24,60	30,90	↑
Δ% produzione industriale destag.	-1,30	1,60	↑
Δ% produzione manifatturiera	-1,60	1,30	↑
Δ% PIL	0,30	1,30	↑
Indice del clima economico (*)	98,0	100,3	↑
prod. ind. dest / trend (%)	-0,71	0,34	↑
PIL / trend (%)	-0,96	-0,81	↑
SPF previsioni inflaz.: tra 1 anno	1,60	1,70	↑
tra 2 anni	1,80	1,80	=
SPF aspettative PIL: tra 1 anno	1,60	2,00	↑
tra 2 anni	2,20	2,20	=

Nota: Le variazioni percentuali sono calcolate su base annua; (*) = nuova serie.

Fonte: BCE, Survey of Professional Forecasters (SPF) e nostre elaborazioni.

Una sintesi. Tenendo presenti tutte queste informazioni si può tracciare uno scenario sull'evoluzione dei tassi a breve per prossimi mesi (TAB. 5.3). Nell'immediato il Repo dovrebbe restare fermo al 2% e l'Euribor a 1 e a 3 mesi subire solo dei lievi incrementi. E' comunque probabile un aumento del Repo nel corso del 2005, e la prima manovra, se di importo modesta, potrebbe già avvenire alla fine del 2004.

TAB. 5.3 – Le nostre previsioni del Repo e dell'Euribor nella seconda parte del 2004

Mese	Repo	Euribor a 1 mese	Euribor a 3 mesi
Ago	2,00	2,09	2,11
Set	2,00	2,09	2,14
Ott	2,00	2,12	2,18
Nov	2,00	2,17	2,25
Dic	2-2,25	2,23	2,30

Fonte: nostre elaborazioni su dati del 3 luglio 2004.



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'allocatione 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