



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2004

Autori del presente rapporto sono Giacomo Vaciago (introduzione), Marco Lossani e Giovanni Verga con la collaborazione di Mario Anolli, Giovanni Barone, Stefano Corona, Maurizio Marchiori, Giuseppe Mastromatteo e Laura Nieri (cap. 1), Domenico Delli Gatti (cap. 2), Flavia Ambrosanio (cap. 3), Alberto Banfi con la collaborazione di Emilia Colombo e Davidia Zucchelli (cap. 4), Angelo Baglioni (cap. 5). Direzione e coordinamento: Piero Giarda. Segreteria: Elisabetta Scansani.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a metà ottobre 2004.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2466; laboratorio.monetario@unicatt.it; www.assbb.it



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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



INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	“ 1
1 –LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	“ 2
1. Il quadro macroeconomico	“ 3
2. I tassi di interesse	“ 12
3. Gli aggregati monetari e creditizi	“ 16
4. Imprese e mercato dei capitali	“ 19
5. Le previsioni dell’Euribor e del tasso ufficiale	“ 20
2 – SULLA “QUESTIONE MERIDIONALE”	“ 22
1. Le riflessioni odierne	“ 22
2. Il divario di PIL pro-capite	“ 23
3. Mezzogiorno e ciclo economico	“ 25
4 Quali politiche?	“ 26
3 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 29
1. Il pre-consuntivo 2004	“ 29
2. Le previsioni 2005	“ 30
3. Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2005	“ 31
4. La manovra per il 2005	“ 31
5. Valutazioni e commenti	“ 36
4 – LE OFFERTE DI AZIONI E I MERCATI AZIONARI	“ 39
1. Le IPO in Italia e in Europa negli ultimi 5 anni	“ 40
2. Fattori esplicativi	“ 42
3. Criteri di valutazione delle imprese verso la quotazione	“ 44
4. Tendenze più recenti e prospettive	“ 45
5 – RECENTI SVILUPPI NEI SISTEMI DI REGOLAMENTO INTERBANCARIO	“ 47
1. Sistemi di regolamento netti e lordi	“ 47
2. Sistemi ibridi	“ 47
3. Il regolamento dell’attività in cambi	“ 51

SINTESI

La congiuntura reale e monetaria – Lo scenario macroeconomico internazionale si presenta caratterizzato da un moderato ottimismo, con alcuni elementi di preoccupazione. Il primo riguarda la crescita asfittica dell'Europa – caratterizzata da asimmetrie tra i principali paesi – mentre cominciano a diffondersi aspettative che l'area dell'euro abbia già oltrepassato il punto di picco della ripresa ciclica, entrando in una fase di rallentamento.

Il secondo e principale elemento di preoccupazione è rappresentato dal prezzo delle materie prime ed in particolare del petrolio, anche se questo sembra aver avuto, finora, effetti modesti sull'inflazione. Il capitolo contiene un'analisi dello scenario presente, sia dal lato della domanda che dell'offerta, in vista di un possibile terzo *shock* petrolifero.

Sul fronte monetario, la BCE sembra orientata al mantenimento dell'attuale livello dei tassi di riferimento - stanti attese inflazionistiche per il 2005 compatibili l'obiettivo del 2% - nonostante negli ultimi mesi siano state più volte ribadite le preoccupazioni per i rischi potenziali connessi all'aumento dei prezzi petroliferi, alla futura tendenza della tassazione indiretta e dei prezzi amministrati, all'elevata liquidità del sistema. Coerentemente, anche le aspettative di mercato si sono da giugno orientate al possibile rialzo, ma in tempi non ravvicinati.

Le aspettative di mercato indicano che i tassi a un mese americani raggiungeranno e supereranno quelli europei già dall'inizio del 2005, mentre per i tassi a lunga è atteso un movimento al rialzo parallelo (i tassi europei si manterranno comunque al di sotto di quelli USA). In Europa il differenziale tra il rendimento dei titoli corporate e quello dei titoli di Stato è sceso ai livelli più bassi dal 2000. Le riduzioni sono di entità sempre più modesta, specialmente per le imprese con rating più elevato, con qualche segnale di controtendenza.

In Italia, mentre la crescita della moneta M3 si è ormai allineata alla zona euro (poco più del 5% ad agosto) la dinamica del credito, ed in

particolare quella dei prestiti alle imprese non finanziarie e alle famiglie, rimane più sostenuta rispetto alla media europea.

Raccolta e impieghi bancari mostrano andamenti fra loro equilibrati: ad agosto la prima cresceva in termini tendenziali del 5,5%, trainata dalla raccolta obbligazionaria (+11%); i secondi presentavano una variazione annua del 4,6%, sostenuta dalla componente a medio lungo termine (+13%). Continua invece a rimanere superiore al 10% la crescita delle sofferenze lorde.

Sul mercato dei capitali, nel corso dei primi nove mesi i flussi di denaro canalizzati con offerte di azioni si sono notevolmente ridotti rispetto ai primi nove mesi del 2003.

Nello stesso periodo la raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani è risultata negativa per 18.241 milioni di euro.

Sulla “questione meridionale”– Il capitolo affronta l'argomento partendo innanzi tutto dalle posizioni teoriche che contrappongono da una parte coloro i quali, in una visione anti-meridionalistica, convergono nel negare alla radice la necessità o l'opportunità di politiche di intervento mirate, e dall'altra coloro i quali ritengono invece che il dualismo territoriale debba essere combattuto, ma in forme e modi radicalmente diversi dal passato.

Il capitolo propone poi, con riferimento alle principali aree geografiche del Paese, un *excursus* storico sull'evoluzione di alcuni indicatori utilizzati per misurare il divario territoriale (PIL pro-capite e disoccupazione), nonché sulla dinamica del Pil e di alcune componenti interne della domanda. L'area meridionale sembra mostrare una performance migliore rispetto al Centro-Nord del Paese nei periodi di stagnazione dell'economia nazionale; quando quest'ultima entra in fase di espansione, l'economia meridionale tende invece ad attendersi in una crescita meno pronunciata, a causa di una specializzazione produttiva poco orientata all'esportazione.

La finanza pubblica – I risultati di finanza pubblica attesi per il 2004 e le previsioni tendenziali per il 2005 mostrano che si è

interrotto il processo di riequilibrio dei conti pubblici. L'indebitamento netto aumenta, l'avanzo primario diminuisce, il risparmio pubblico resta negativo.

Al fine di ricondurre l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche ad un livello leggermente inferiore a quello atteso per il 2004 (2,9% del Pil) è attualmente all'esame del Parlamento una manovra finanziaria per il 2005 di 24 miliardi di euro, dei quali solo 7 miliardi rivenienti da misure *una tantum* connesse alle dismissioni patrimoniali.

Il capitolo esamina tutte le principali disposizioni proposte per controllare la crescita della spesa pubblica e aumentare il gettito. I punti critici della manovra sembrano riguardare proprio la *regola del 2%*, da applicare a tutti gli enti che appartengono all'aggregato delle Amministrazioni Pubbliche, compreso il bilancio dello Stato. In quanto riferito alla spesa complessiva, tale limite finisce per avere un forte contenuto redistributivo tra programmi di spesa (si riducono gli investimenti per fronteggiare la spesa corrente) e tra centri di spesa (si riducono le spese degli enti territoriali per sostenere le spese dello Stato e del sistema pensionistico).

Le offerte di azioni e i mercati azionari – Il capitolo esamina l'evoluzione intervenuta negli ultimi anni nell'offerta di azioni alla luce dei possibili sviluppi futuri.

Dopo il *boom* del biennio 1999-2000, le offerte finalizzate alla quotazione in borsa sono andate diminuendo in tutta Europa, parallelamente all'esaurirsi della bolla speculativa che aveva fortemente innalzato il rapporto tra prezzi e profitti, annullando nel contempo il premio al rischio legato all'investimento azionario (ora riportatosi su livelli pari a 2,5-3 punti percentuali).

Le offerte di azioni finalizzate alla quotazione appaiono concentrate nelle fasi positive del mercato, in particolare con riferimento al Nuovo Mercato, la cui evoluzione appare comune ai principali mercati europei dedicati ai titoli TMT (tecnologia, media, telecomunicazioni). Tali mercati stanno ora soffrendo un difficile

recupero di credibilità dopo le sopravvalutazioni effettuate in sede di Ipo.

Oltre all'evoluzione delle quotazioni, il ridimensionamento delle offerte di azioni negli ultimi quattro anni si correla anche all'andamento del ciclo economico, al costo dell'*equity*, cresciuto in parallelo con il calo delle quotazioni, al basso livello dei tassi sui prestiti bancari e al maggior autofinanziamento reso possibile dal miglioramento degli utili aziendali.

Recenti sviluppi nei sistemi di regolamento interbancario – Il capitolo analizza, in termini di impatto sulla liquidità bancaria, l'evoluzione in atto nei sistemi di regolamento interbancario, che vedono la tradizionale contrapposizione tra regolamento lordo e netto ormai superata da soluzioni ibride RTNS (*real time net settlement*) che, sfruttando le moderne tecnologie per la gestione automatizzata delle code, consentono di massimizzare la sincronizzazione degli ordini di pagamento e quindi di gestire al meglio il *trade-off* tra rischio di regolamento e costo della liquidità.

Mentre infatti un sistema RTGS (*real time gross settlement*) risponde in primo luogo alla necessità di annullare il rischio di regolamento eliminando il *settlement lag*, dall'altro implica un elevato costo della liquidità, per la necessità di detenere sempre fondi liquidi sufficienti a garantire l'immediato regolamento di tutti i pagamenti in uscita.

D'altra parte vi sono anche modalità tecniche (limitazioni quantitative, tariffazioni o richiesta di garanzie collaterali) che le banche centrali possono adottare per ridurre, attraverso la gestione della liquidità infragiornaliera, il costo della liquidità nei sistemi RTGS.

Viceversa, un sistema MNS (*multilateral net settlement*) riduce sostanzialmente il fabbisogno di liquidità, limitato al saldo dei pagamenti a fine giornata, ma ha nel tempo posto le autorità di fronte alla necessità di prevedere soluzioni per ridurre il correlato rischio di regolamento.

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni, nei tre maggiori paesi europei – Francia, Germania, e Italia – si è presentato lo stesso difficile problema: bisogna ridurre il deficit pubblico; ma occorre anche sostenere la crescita economica. Poiché si tratta di due obiettivi che, almeno nel breve periodo, sono tra loro in conflitto, ci sono evidenti difficoltà a realizzarli entrambi. E in effetti, tutti e tre quei paesi non vi sono finora riusciti. La loro *performance* economica è rimasta sistematicamente inferiore a quanto previsto, a quanto realizzato in passato, a quanto fatto dal resto del mondo. A questa poca crescita si sono accompagnate notevoli difficoltà a rispettare il limite, fissato dal *Patto di stabilità*, del 3% del PIL per il deficit pubblico. L'Italia vi è riuscita a fatica, con manovre ripetute (anche in corso d'anno come nel 2004), con molte *una tantum*, e molta fantasia. Francia e Germania non hanno nemmeno fatto tutta quella fatica, lasciando semplicemente che il loro deficit pubblico superasse il 3%, e ignorando i rimbrotti della Commissione UE.

Ma il problema c'è ancora, anche per il 2005 e rimane minaccioso per il buon ordine dell'Unione europea. I Patti vanno rispettati, anche se *stupidi*? Non sembrano esserci grandi speranze di revisione del “Patto di stabilità” (Amsterdam 1997). E allora come usciamo da questo pasticcio?

Cerchiamo anzitutto di capire cos'è successo in questi anni. Da quando esiste l'Euro, e quindi la

corrispondente istituzione “federale” che ne garantisce il valore – la BCE – un pezzo importante della macroeconomia è stata sottratta alla sovranità nazionale dei 12 Paesi, diventando comune. I singoli Governi hanno registrato questa perdita di sovranità, ma non ne hanno tratto la lezione necessaria: solo con “giochi cooperativi” si recupera la sovranità che ciascun singolo Governo ha perso. Essendo modesto il Bilancio europeo, il coordinamento dovrebbe ovviamente applicarsi ai bilanci nazionali, cui invece i singoli governi attendono tuttora in splendido isolamento: non risulta che il Governo italiano abbia discusso con i suoi colleghi europei né il DPEF 2005-2008, né la Finanziaria 2005! E non risulta che Francia e Germania discutano con noi le loro politiche di bilancio per i prossimi anni.

Eppure, la nostra ridotta sovranità è evidente in moltissimi casi: siamo sempre più *export-led*; le nostre 12 Borse sono sempre più *Wall Street-dependenti*; ed anche la nostra curva dei tassi di interesse guarda più a Greenspan che a Trichet¹. Se dal risanamento dei bilanci pubblici passiamo a considerare le politiche per la crescita vediamo ancor meno coordinamento tra i nostri Governi: non c'è neppure un Trattato che preveda istituzioni o politiche comuni, ma semplicemente un “manuale per la crescita” convenuto a Lisbona nel 2000 dove sono tutte elencate le cose che fanno i paesi dove la crescita è sostenuta, e che quindi i nostri dovrebbero imitare, se lo vogliono.

Può darsi che sia giusto così: la *stabilità* è un bene comune e dev'essere quindi garantita per tutti e per ciascuno; la *crescita* no; ce l'ha chi la

¹ Vedi A.Monticini-G.Vaciago, “Are Europe Interest Rates Led by FED Announcements?”, *Quaderni dell'Istituto di Economia e Finanza, UCSC*, Ottobre 2004.



vuole e se la merita, anche perché modeste sono comunque le esternalità che ne derivano. Se questa fosse l'analisi corretta, ciascun Paese potrebbe limitarsi a soddisfare le sue preferenze per il *mix* appropriato stabilità/crescita e l'Europa rinunciarebbe a presentarsi unita sulla scena dell'economia mondiale. Se invece riteniamo che non solo per la stabilità (cioè per la macroeconomia), ma anche per la crescita (cioè per la microeconomia), valga il detto che *l'Unione fa la forza*, allora questa perdita di sovranità (nazionale, non recuperata a livello comune) è davvero pernicioso, e concorre a spiegare il ritardo che stiamo accumulando rispetto al resto del mondo.

Non va infatti dimenticato che in tutti e tre i nostri Paesi, il dibattito economico nell'ultimo anno è stato dominato dal tema del "declino". Ci sono stati *best seller* sull'argomento sia in Italia che in Francia e Germania. In ciascun caso ci si è interrogati sul fenomeno, sulle sue cause, sui possibili rimedi. Quasi in tutte queste analisi, non c'è stata la considerazione dei vincoli e delle (mancate) opportunità date dall'Unione europea e in particolare dall'Euro. Quasi a testimoniare che non è alla ridotta "sovranità", dovuta alla moneta comune, che si può attribuire la nostra mancata crescita (perché tale è il "declino" di cui tanto si parla) negli ultimi anni. Ma questa è probabilmente una spiegazione parziale: come è al "Sistema europeo di banche centrali" che abbiamo affidato la *stabilità*, ad analoghi "Sistemi europei" dovremmo affidare la *crescita* cioè anzitutto quanto ciò richiede in termini di capitale umano e di innovazione (dalle Università alla ricerca). Dovremmo riprendere in mano Lisbona (2000) e ripensarlo in termini più "federali".

1. LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Il quadro macroeconomico dell'economia mondiale si presenta con andamenti molto differenziati. Si va dalla fortissima crescita della Cina alla crescita modesta e insoddisfacente delle economie di Francia, Germania e Italia. Sul fronte dei prezzi l'elemento di rilievo della recente congiuntura è l'aumento del prezzo del petrolio che viene considerato come un potenziale elemento negativo per la crescita ma che ha avuto, finora, effetti modesti sul tasso di inflazione, come se i sistemi economici avessero imparato ad assorbire anche forti aumenti dei prezzi delle materie prime. In generale le prospettive per il 2005 sono per un rallentamento della crescita.

I tassi d'interesse si mantengono sostanzialmente stabili nonostante i modesti aumenti dei tassi d'intervento attuati dalla Fed nei mesi recenti. Rispetto a un anno fa i tassi USA sui titoli pubblici a lungo termine sono leggermente aumentati, ma si rileva anche che gli *spread* dei tassi corporate si sono ridotti.

Gli aggregati monetari continuano i loro trend di crescita con un tendenza per l'Italia ad allinearsi con la dinamica europea dopo un periodo abbastanza lungo in cui la moneta cresceva nel nostro Paese più rapidamente che in Europa.

La raccolta delle banche italiane è trainata soprattutto dalla crescita delle obbligazioni bancarie mentre gli impieghi sono sostenuti dalla crescita dei prestiti alle famiglie, i cui tassi di sviluppo sono oggi più alti di quelli delle altre categorie di prestiti.

1. Il quadro macroeconomico

Lo scenario macroeconomico internazionale è caratterizzato da un moderato ottimismo. Le ultime analisi formulate dal Fondo Monetario Internazionale mostrano che la ripresa sta avvenendo in ragione di tassi di crescita del PIL mondiale vicini al 5% annuo. Contemporaneamente i flussi di commercio internazionale hanno ripreso a svilupparsi a tassi superiori a quelli realizzati nell'anno precedente. Infine anche l'attività di investimento diretto estero ha conosciuto una decisa accelerazione.

Su tale scenario incombono però alcuni elementi di preoccupazione. Il primo riguarda la crescita asfittica dell'Europa (TAB. 1.1). Il maggior contributo alla crescita mondiale è ancora fornito – nonostante il rallentamento in atto – dalla Cina (la cui espansione concorre a spiegare quasi un terzo della crescita registrata dall'economia mondiale) e in seconda battuta dagli USA. Al contrario, la performance della regione europea – ed in particolare di quella dell'area dell'euro – continua ad essere mediamente modesta, con decise asimmetrie tra le principali nazioni che la compongono. Mentre la Francia dovrebbe registrare una crescita superiore ai 2,5 punti percentuali, Germania e Italia stentano a crescere anche per via della “quasi stagnazione” della loro domanda interna.

Il secondo e principale elemento di preoccupazione è costituito dal forte rialzo del prezzo delle materie prime – le cui quotazioni espresse in termini di Diritti Speciali di Prelievo sono quasi aumentate di un terzo dalla fine dello scorso anno – e in particolare del petrolio. Sebbene il prezzo del greggio in termini reali non abbia ancora toccato i picchi raggiunti in passato, il rincaro della bolletta energetica è consistente e inizia a destare qualche preoccupazione. Lo stesso Fondo Monetario

Internazionale – pur sottolineando, in occasione della pubblicazione dell'ultimo *World Economic Outlook*, che una ripresa come quella attualmente attraversata dall'economia internazionale non si verificava da trenta anni – ha evidenziato la possibilità che il maggior costo del petrolio possa negativamente incidere sulla crescita di molti paesi. Ipotizzando un prezzo medio per il 2004 di 37,25 dollari (8 dollari in più rispetto al prezzo medio del 2003), il FMI ha stimato in mezzo punto percentuale la riduzione della crescita mondiale dovuta all'attuale rincaro petrolifero². Tuttavia i principali analisti congiunturali ritengono inadeguata tale previsione. Il rischio di fronteggiare un nuovo (terzo) shock petrolifero non sarebbe infatti da sottovalutare.

TAB. 1.1: Le previsioni FMI: PIL e inflazione

Paese	PIL		Inflazione	
	2004	2005	2004	2005
Mondo	5,0	4,3		
G7	3,6	2,9	2,1	2,1
USA	4,3	3,5	3,0	3,0
Giappone	4,4	2,3	-0,2	-0,1
Euro-zona	2,2	2,2	2,1	1,9
Germania	2,0	1,8	1,8	1,3
Francia	2,6	2,3	2,4	2,1
Italia	1,4	1,9	2,1	2,0
UK	3,4	2,5	1,6	1,9
Canada	2,9	3,1	1,9	2,2

Fonte: FMI, World Economic Outlook.

La questione del petrolio

Siamo di fronte ad un terzo shock petrolifero? Le quotazioni raggiunte – che hanno raggiunto i 55 dollari – costituiscono, se valutate a prezzi correnti, un punto di massimo storico; inoltre erano chiaramente inattese, dal momento che un anno or sono il contratto *future* quotava un prezzo (a

² Più in generale il FMI ritiene che per ogni 5 dollari di rincaro del prezzo del barile di petrolio la crescita internazionale si possa ridurre di 0,3 punti percentuali.



12 mesi) di 25 dollari a barile. Il livello elevato del prezzo unitamente alla componente di "sorpresa" sembrerebbero dunque comprovare la presenza di un *oil shock*.

In realtà, al momento attuale, così non è. La variazione percentuale conosciuta dal prezzo del greggio è decisamente inferiore a quella registrata agli inizi degli anni '70. In occasione del primo shock petrolifero il prezzo del greggio aumentò – in un lasso di tempo decisamente breve – del 210%, una crescita notevolmente superiore sia a quella registrata qualche anno più tardi in occasione del secondo shock – quando il prezzo aumentò del 135% – sia a quanto sta accadendo ora – crescita del 110% rispetto alle quotazioni medie del 2002. Inoltre, va sottolineato che il prezzo reale del petrolio, vale a dire il pezzo corrente deflazionato per l'indice generale dei prezzi, è ancora inferiore a quello raggiunto in occasione del secondo shock petrolifero: a prezzi 2004, la quotazione del petrolio alla fine degli anni '70 corrisponde infatti a 82 dollari³. L'insieme di queste considerazioni ci porta ad affermare che, in senso tecnico, attualmente non ci troviamo ancora in una condizione di *oil shock*.

Tuttavia è importante capire se sussistono le condizioni perché vengano raggiunte, nel prossimo futuro, quotazioni coerenti con un terzo shock petrolifero. Il mercato *future* attualmente quota un prezzo a un anno non molto lontano da quello contrattato sul mercato *spot*. Su scadenze più lunghe il prezzo addirittura è previsto in diminuzione. La *backwardation* espressa dal *future market* non sembra dunque sostenere la congettura di un ulteriore aumento del prezzo del petrolio per i prossimi mesi. D'altro canto alcuni autorevoli

³ Ai prezzi attuali la quotazione raggiunta a seguito del primo shock petrolifero era pari a 43 dollari.

analisti (sia macroeconomici che del comparto energetico) hanno sottolineato più volte la possibilità di fronteggiare nei trimestri a venire uno scenario simile alla stagflazione degli anni '70. Chi ha ragione? Una risposta qualificata richiede l'analisi della possibile evoluzione della domanda e dell'offerta (sulla quale pesano anche elementi di carattere politico) di petrolio.

La crescita della domanda registrata nel corso del 2004 – stimata in circa 240.000 barili in più di consumi giornalieri rispetto al 2003 – costituisce un fenomeno senza precedenti per gli ultimi 30 anni⁴. Per l'anno venturo ci si aspetta che l'economia cinese – il cui maggior consumo di *oil* spiega il 40% della crescita della domanda mondiale di petrolio di quest'anno – conosca un rallentamento. In effetti, stando ai dati riguardanti l'import cinese di greggio, il raffreddamento in Cina sarebbe già in atto: il tasso di crescita tendenziale delle importazioni di petrolio è infatti passato dal 25% del secondo trimestre, al 12% registrato in luglio e al 6% di agosto. Per completare le previsioni riguardanti l'evoluzione della domanda sarebbe però necessario valutare non solo l'andamento della domanda "fisica" di petrolio – che dipende dall'andamento dell'economia reale, e in modo particolare dalla crescita delle economie asiatiche e di quella USA – ma anche quella di natura "speculativa", che ha giocato un ruolo cruciale nella evoluzione più recente del mercato petrolifero. L'operazione è tutt'altro che semplice. Tuttavia, il combinato disposto di

⁴ Proprio questa sarebbe la maggior differenza rispetto agli shock petroliferi precedenti: nel 1973, 1979 e 1990 – in occasione del mini-shock causato dall'invasione del Kuwait – il rincaro del prezzo del petrolio era dovuto ad un eccesso di domanda provocato dalla riduzione drastica dell'offerta. In questa occasione invece l'eccesso di domanda sarebbe causato dalla crescita senza precedenti della domanda per greggio.

questi due elementi ha portato l'*International Energy Agency* (IEA) a rivedere ulteriormente vero l'alto le stime riguardanti i consumi per il 2005 che dovrebbero raggiungere gli 83,9 milioni di barili al giorno (1,5 milioni di barili in più rispetto ai livelli previsti per il 2004).

Dal lato dell'offerta emergono invece indicazioni contrastanti. Secondo l'IEA è lecito attendersi che, già a partire dai primi mesi dell'anno 2005 la forbice tra la domanda e l'offerta inizierà a chiudersi, soprattutto grazie alla maggior produzione dei paesi aderenti al cartello OPEC. L'Arabia Saudita – secondo maggior produttore mondiale dopo la Russia – ha infatti già annunciato che intende aumentare la propria capacità produttiva da 10,5 milioni di barili al giorno a 11 milioni. Tuttavia, la previsione dell'IEA andrebbe qualificata dopo aver tenuto conto di almeno tre potenziali fattori di disturbo per la capacità di offerta nei mesi a venire. *In primis*, non andrebbero sottovalutati gli effetti causati dal passaggio dell'uragano Ivan sulla produzione di petrolio nel Golfo del Messico; ancora oggi questa è infatti inferiore del 25% ai normali livelli di produzione e non è detto che possa ritornarvi in tempi brevi. In secondo luogo, non vanno dimenticati quei fattori extra-economici – come i continui sabotaggi agli impianti iracheni, la guerra civile in Nigeria e i problemi legati all'attività di Yukos (che da sola produce circa il 2% del greggio mondiale) – che rendono particolarmente incerto l'andamento dell'offerta contribuendo ad aumentare in modo consistente il prezzo del greggio. A tale proposito basterà ricordare che secondo gli analisti di settore il solo rischio geopolitico localizzato nel Medio Oriente giustificerebbe un *fear premium* compreso tra i 4 e gli 8 dollari. Infine, va tenuto presente che all'eliminazione dell'eccesso di domanda di greggio – dovuta all'eventuale

maggior produzione di petrolio, che attualmente gode di una capacità produttiva inutilizzata di 5 milioni di barile al giorno – non farà necessariamente seguito una maggior disponibilità di petrolio raffinato (sotto forma di benzina, gasolio, nafta per riscaldamento, ecc.) a causa della parziale carenza di infrastrutture. Al momento attuale le raffinerie stanno infatti producendo ai massimi livelli della loro capacità, e non è previsto un adeguamento consistente della loro capacità produttiva in tempi relativamente rapidi.

La plausibilità dello scenario meno ottimistico trova sostegno in due ulteriori elementi. Il primo riguarda l'entità delle riserve di cui dispongono i paesi importatori di petrolio. In Europa il livello delle riserve petrolifere è già ora sui livelli minimi. Analogamente le riserve strategiche USA – che sono già state intaccate – hanno raggiunto i 270 miliardi di barili (pari a 17 giorni lavorativi delle raffinerie), che costituiscono la soglia minima al di sotto della quale il ciclo continuo produzione-raffinazione rischia di essere interrotto⁵. Il secondo elemento attiene invece l'orientamento dell'OPEC che – data la probabile, perdurante situazione di squilibrio tra domanda e offerta – ha già annunciato l'intenzione di rivedere quanto prima verso l'alto l'intervallo di riferimento (che sino a poco tempo fa era rappresentato da un *range* di prezzo compreso tra 22 e 28 dollari) in cui cercherà di mantenere il prezzo del petrolio.

In definitiva, la considerazione di questi elementi lascia propendere per uno scenario meno ottimistico di quello utilizzato dal Fondo Monetario per l'elaborazione delle sue

⁵ Nel complesso l'insieme delle riserve detenute dai paesi nord-americani, Giappone e Europa Occidentale ammonta a 51 giorni di lavorazione per le raffinerie, che costituisce un valore decisamente basso in una prospettiva storica.



previsioni e più incline alla presenza di uno shock da offerta⁶ i cui effetti potranno manifestarsi con diversa intensità nelle principali aree economiche in funzione di quello che risulta essere il grado di dipendenza petrolifera, il profilo ciclico e la risposta fornita dalle autorità di politica economica.

L'economia USA

Nell'attesa dell'esito delle elezioni presidenziali, la congiuntura statunitense è caratterizzata da un lieve rallentamento dell'economia reale – che per la prima volta dopo quattro trimestri consecutivi conosce una crescita inferiore al 4% – dai timori di un ulteriore raffreddamento indotto dallo shock petrolifero e da un quadro abbastanza inconsueto per quanto riguarda l'andamento (atteso) seguito dai tassi di interesse.

Nel secondo trimestre l'economia Usa ha continuato a crescere (+3,3% su base congiunturale annualizzata), sebbene in ragione di tassi inferiori a quelli registrati nel primo trimestre (+4,5%). In realtà, originariamente la stima della crescita nel secondo trimestre era stata addirittura inferiore (+2,8%). La revisione al rialzo è stata dovuta sia al miglioramento del contributo fornito sia dalla domanda estera – che ha goduto di una lieve riduzione del tasso di crescita dell'import (+12,6%) e di uno sviluppo più marcato delle esportazioni (+7,3%) – sia di quella interna – trainata dall'aumento delle scorte e dal maggior incremento degli investimenti fissi. La revisione al rialzo dei dati non ha però eliminato dallo scenario

congiunturale due elementi che destano preoccupazione: la scarsa crescita delle spese personali (aumentate solo dell'1,6%) e il rallentamento dei consumi. Pur tenendo conto del fatto che la contenuta dinamica salariale (il salario medio orario negli ultimi 12 mesi è cresciuto del 2,4%, un andamento sostanzialmente in linea con l'inflazione) si è accompagnata ad una rete di interventi a sostegno del reddito disponibile (riconducibili ai tagli alle tasse e al basso livello dei tassi di interesse), non va dimenticato che la fase di ripresa sinora attraversata continua ad essere caratterizzata da scarsi effetti positivi sull'occupazione. Nel mese di settembre sono stati rilevati solo 96.000 nuovi posti di lavoro, un dato decisamente inferiore alle attese (pari a 150.000 nuovi posti di lavoro), che ha negativamente risentito della debole performance occupazionale registrata dal settore privato (incremento di soli 65.000 posti), condizionata anche da una crescita dei licenziamenti. L'invarianza del tasso di disoccupazione – rimasto al 5,4% – è quindi dovuta quasi esclusivamente alla riduzione dell'entità della forza lavoro (diminuita nell'ultimo mese di ben 221.000 unità).

La *quasi-jobless expansion* darebbe dunque conferma del parziale esaurimento della “ritrovata trazione” (per usare le parole di Greenspan) dell'economia USA e potrebbe condizionare negativamente anche le performance dei prossimi trimestri. In effetti, le aspettative per il terzo trimestre erano – sino a qualche settimana fa – di una crescita del PIL vicina al 4%. Tuttavia, molti indicatori anticipatori stanno evidenziando la possibilità di un andamento più debole seguito dall'economia reale. L'indice dei *leading indicators* elaborato dal Conference Board è diminuito in agosto per

⁶ Peraltro non è necessariamente detto che un forte rincaro del prezzo del petrolio comporti necessariamente una recessione. Ad esempio questo è stato il caso del 2003 quando il forte rialzo del prezzo del greggio - prima dell'invasione dell'Iraq - non diede luogo a nessun fenomeno recessivo.

il terzo mese consecutivo (-0,3%, dopo un'analoga riduzione in luglio), a seguito di un calo di ben 7 su 10 degli indici rilevati. Le stime preliminari del grado di fiducia dell'Università del Michigan mostrano un netto calo in ottobre (87,5 contro i 94,2 del mese precedente). Inoltre anche i profitti – che hanno segnato tassi di sviluppo vicini al 5% sia nel primo che nel secondo semestre, consentendo di migliorare la situazione patrimoniale (ora caratterizzata da debiti a scadenza più lunga) soprattutto per le imprese del comparto non finanziario – stanno attraversando una fase riflessiva. Sono infatti già diverse centinaia le imprese che hanno annunciato un *profit warning* (dovuto a profitti inferiori alle attese) con riferimento al terzo trimestre. Infine non va dimenticato che anche l'ultimo dato (riferito al mese di settembre) della produzione industriale è risultato deludente (aumento su base congiunturale dello 0,1%, inferiore alle attese).

Dietro al deterioramento del quadro prospettico vi sono sicuramente le (legittime) preoccupazioni suscitate dall'andamento del prezzo del greggio. Nonostante l'elevata produzione domestica di petrolio, gli USA rimangono i maggiori importatori di petrolio al mondo. E' pur vero che, rispetto al 1973, l'economia americana fa un utilizzo meno intensivo di greggio: per ogni dollaro di output prodotto, gli Stati Uniti oggi hanno bisogno di una quantità di energia pari al 50% di quella utilizzata 30 anni or sono. Ma è altrettanto vero che la minor intensità energetica del loro sistema economico non si è accompagnata ad una riduzione della loro dipendenza dal petrolio estero. Al contrario, considerando che la produzione giornaliera USA di greggio si aggira attorno ai 7,6 milioni di barili e il consumo giornaliero è

vicino ai 20 milioni di barili al giorno⁷, se ne deduce che quasi il 60% dei consumi petroliferi americani deriva da importazioni che rappresentano l'1,2% del PIL, un'incidenza superiore a quella esistente all'inizio degli anni '70 (quando le importazioni nette di petrolio erano pari all'0,9% del PIL).

Gli USA appaiono quindi vulnerabili di fronte ad un shock petrolifero. Le conseguenze ultime dell'eventuale shock dipenderanno anche dalle politiche attuate. Al momento attuale la Fed sembrerebbe orientata ad accomodare (almeno parzialmente) il maggior prezzo del petrolio, rinunciando a continuare la politica di misurata restrizione monetaria inaugurata nello scorso mese di giugno. Originariamente, il ciclo rialzista dei tassi – avviato con la decisione del 30 giugno e proseguito anche in settembre quando è stato attuato il terzo rialzo dei tassi sui Fed Funds (passati dall'1,5 all'1,75%) – sarebbe dovuto continuare in novembre e in dicembre, con altre restrizioni “misurate” dei tassi di *policy* volte a contrastare una crescita che risultava in eccesso (sulla base delle stime passate) dell'output potenziale. In verità le ultime dichiarazioni rilasciate da uno dei più autorevoli membri del *Board of Governors* – Ben Bernanke dell'Università di Princeton – lasciano intendere che la Fed potrebbe interrompere il ciclo rialzista dei tassi qualora l'economia proseguisse nella fase di rallentamento. A sostenere questa inversione di rotta nella gestione della politica monetaria vi sarebbero anche i dati di inflazione, per nulla preoccupanti. Dopo il deciso rialzo di inizio d'anno, la *core inflation* (inflazione al netto del energia e degli alimentari) è in corso di rallentamento (in agosto è aumentata solo dello

⁷ In altre parole, ogni americano consuma giornalmente un quantitativo di petrolio pari a 16 volte quello di un cinese!



0,1%, mentre in settembre dello 0,3%) mentre quella misurata sui prezzi alla produzione è addirittura diminuita.

La reazione del mercato non si è fatta attendere. Il prezzo dei *Treasuries* – dopo la consistente flessione registrata sino a metà giugno – è aumentato, determinando un calo dei rendimenti a lunga (passati dal 4,25 al 4,13%) che conferma le aspettative di ribasso dei tassi di *policy* e l'assenza di sostanziali preoccupazioni per quanto concerne l'andamento dell'inflazione futura⁸. Probabilmente però queste spiegazioni non bastano a giustificare il mancato rialzo dei tassi a lunga. Secondo diversi analisti un fattore rilevante per la spiegazione del livello dei tassi a lunga americani è costituito dalla continua, cospicua domanda di *Treasuries* da parte delle economie asiatiche che mantengono invariato il loro tasso di cambio nei confronti del dollaro mediante continui interventi sui mercati valutari che li spingono ad accumulare riserve – detenute per lo più sotto forma di titoli del Tesoro americano. Quando questi interventi avranno termine, è lecito immaginare che non solo i tassi a lunga ma soprattutto il tasso di cambio del dollaro – che peraltro negli ultimi tempi ha mostrato un certo indebolimento nei confronti dell'Euro raggiungendo la quotazione di 1,28 – ne risentiranno.

Le economie asiatiche

La regione asiatica continua ad essere la principale fonte di crescita a livello mondiale. Al netto del contributo fornito dall'economia giapponese il PIL asiatico è previsto crescere del 7,6% – un tasso superiore alla performance dell'anno precedente – che risente dell'ottimo andamento delle

⁸ Contemporaneamente hanno ripreso a manifestarsi deflussi di capitali verso i mercati emergenti - guidati da un ritrovato appetito per il rischio - e tendenze ribassiste sul cambio del dollaro.

esportazioni e, più in particolare, della fortissima crescita cinese (nonostante il rallentamento ora in atto).

Lo scenario elaborato dal Fondo Monetario prevede per il 2005 una crescita ancora consistente, sebbene lievemente inferiore a quella dell'anno in corso. Tuttavia, anche con riferimento a questi paesi, andrebbero considerati i possibili effetti di uno shock petrolifero. Stando alle stime elaborate dall'IEA, il continente asiatico – ed in modo particolare il Giappone che spicca per l'assoluta mancanza di estrazione di greggio – è il più esposto a tale rischio, nonostante la significativa riduzione della dipendenza petrolifera efficacemente perseguita da alcuni paesi nel corso degli ultimi anni⁹: un incremento del prezzo di 10 dollari al barile provocherebbe nell'anno successivo una riduzione della crescita asiatica pari allo 0,8%, dovuta sia allo shock negativo dal lato dell'offerta che allo shock negativo dal lato della domanda (causato dal calo dell'export derivante dalla decelerazione di Europa e USA).

In realtà, in Giappone la minor crescita (rispetto alle previsioni) si sta già manifestando. Dopo il risultato decisamente positivo del primo trimestre, le ultime statistiche rilasciate dal governo giapponese mostrano per il secondo trimestre un modesto incremento del PIL (+0,3% su base congiunturale), dovuto al forte calo delle scorte e degli investimenti pubblici. Le aspettative di deflazione (e di scarsa crescita) non sono state ancora del tutto debellate come si evince dalla osservazione dei tassi a lunga, ritornati su livelli minimi storici vicini all'1,5%. In particolare la questione della deflazione non sembra ancora del tutto risolta: mentre i prezzi alla produzione (+1,8% tendenziale nel mese di settembre per

⁹ Ad esempio, al giorno d'oggi il Giappone produce solo il 50% dell'energia utilizzando petrolio. Venticinque anni fa l'analogo rapporto era pari al 70%.

via del forte rincaro delle materie prime) aumentano, i prezzi dei semilavorati sono quasi stazionari e quelli dei prodotti finiti rilevati al consumo sono ancora in calo, a dimostrazione del fatto che la domanda non è ancora robusta. D'altro canto, la fiducia dei consumatori in settembre è di nuovo diminuita, avendo probabilmente risentito della dinamica decisamente negativa registrata dai salari nel settore non manifatturiero. L'unica vera nota positiva è costituita dall'andamento dei profitti e dei margini delle imprese non finanziarie: questi sono infatti in costante ascesa da quasi due anni ed hanno consentito di avviare un processo di risoluzione degli squilibri patrimoniali, che da lungo tempo gravavano sulle imprese giapponesi.

Notizie differenti provengono invece dalla economia cinese, dove la crescita rimane su livelli decisamente elevati, ma le politiche di raffreddamento avviate alcuni trimestri or sono iniziano a produrre i primi effetti. Nel mese di agosto la crescita degli investimenti fissi è stata solo (!) del 26,3% in termini tendenziali, mentre i prestiti bancari sono aumentati del 14,5%, il tasso più basso degli ultimi 20 mesi. Ma soprattutto – come già ricordato nella sezione precedente – è in netta decelerazione l'import di materie prime, di acciaio, di macchinari e beni intermedi (-22% in settembre), che ha peraltro consentito l'ampliamento del surplus commerciale nei mesi di agosto e settembre.

Rimane invece irrisolta la questione del tasso di cambio. Le autorità cinesi subito dopo aver espresso una vaga intenzione – in un comunicato redatto congiuntamente all'amministrazione Usa – a rivedere la parità del renmimbi, hanno dichiarato che intendono resistere alle pressioni volte a liberalizzare entro tempi brevi la loro politica valutaria. Se l'interpretazione di alcuni

analisti è corretta, il riequilibrio dei rapporti valutari potrebbe avvenire non prima di 5 anni¹⁰, un lasso di tempo in cui gli squilibri internazionali a livello globale rischiano di accentuarsi ulteriormente creando la possibilità di aggiustamenti particolarmente dolorosi e profondi. Una conclusione che evidentemente tiene non solo con riferimento agli USA – che continuano a registrare ampi deficit commerciali verso la Cina – ma anche per la stessa Europa, il cui tasso di cambio effettivo inizia a risentire del congiunto indebolimento nei confronti dell'euro sia del dollaro che – *a fortiori* – del renmimbi.

L'economia dell'area dell'euro

La congiuntura all'interno dell'Area Euro è ancora poco brillante, a causa di una domanda interna che continua a languire. Nel corso dei primi 6 mesi le spese per consumi dovrebbero essere aumentate, rispetto al semestre precedente, in ragione di un tasso congiunturale annualizzato pari all'1,25%; gli investimenti delle imprese sarebbero invece aumentati dello 0,1% nel secondo trimestre (dopo aver registrato un calo dello 0,2% nel primo trimestre) nonostante la ripresa dei margini – che è stata utilizzata per ripianare la situazione patrimoniale di gran parte delle imprese. L'export rimane l'unica componente della domanda che ha mostrato vivacità (+5,2% nel corso del primo semestre). Tale situazione è continuata anche nei mesi centrali del periodo estivo. In luglio le vendite di beni di consumo hanno registrato un incremento congiunturale solo dello 0,4% (in netta flessione dopo il +2,1% di giugno) riflettendo – nel parere del Fondo Monetario – la scarsa fiducia dei consumatori. All'orizzonte

¹⁰ A giustificazione della loro posizione interlocutoria le autorità cinesi hanno ricordato come per un paese come la Cina - con oltre 8.000 anni di storia - un decennio costituisca un periodo di tempo davvero breve!



non si profilano decisi cambiamenti di scenario. La stessa BCE, pur rimanendo moderatamente ottimista sull'evoluzione del quadro congiunturale, riconosce che il miglioramento del grado di fiducia dei consumatori (che peraltro in settembre ha conosciuto una nuova flessione) procede lentamente e si riflette in un mancato rafforzamento dell'attività di consumo da parte delle famiglie.

L'analisi della congiuntura nei tre maggiori paesi non si discosta dal quadro generale. In Germania il clima di fiducia delle aziende tedesche ha registrato tre cali consecutivi tra agosto e ottobre, provocati dalle attese di un rallentamento dell'attività economica indotto dal maggior prezzo del petrolio e dalla minor domanda estera (che è stata sinora la componente che ha sostenuto la modesta crescita tedesca). Per i mesi a venire lo scenario non appare in via di miglioramento. In agosto, gli ordinativi all'industria – influenzati soprattutto dal calo degli ordini esteri (-2,1%) – si sono di nuovo ridotti (-1,5%); contemporaneamente, le vendite di automobili sono diminuite per il quinto mese consecutivo.

Analogamente la Francia sta vivendo un periodo meno facile di quanto previsto alcuni mesi or sono. In agosto, mentre i consumi delle famiglie dovrebbero aver conosciuto un aumento dello 0,5%, la produzione industriale ha registrato una contrazione dell'1,9% (su base congiunturale annualizzata); in conseguenza di ciò il governo ha preso seriamente in considerazione la possibilità di correggere al ribasso (dal 2,5 al 2,0%) le previsioni di crescita per l'anno in corso.

Il quadro congiunturale italiano è caratterizzato da segnali confusi. La crescita dell'economia

italiana continua ad essere debole e fragile. La debolezza trova ragione nella modesta crescita del PIL (+0,3% su base congiunturale) registrata nel corso del secondo trimestre: pochi altri paesi europei hanno registrato un tasso di crescita così basso. La fragilità deriva invece dalla decelerazione in atto rispetto ai trimestri precedenti; il raffronto tra l'ultimo trimestre 2003 e il secondo trimestre 2004 dimostra che sei mesi orsono la crescita – ancorché modesta – era comunque più intensa di quella attuale.

Sulla debolezza e la fragilità gioca un ruolo di rilievo la scarsa dinamica, per di più in decelerazione, della domanda interna. In particolare sono i consumi a destare le maggiori preoccupazioni, con un calo pressoché continuo registrato nelle ultime rilevazioni (-0,3% rispetto al trimestre precedente) riconducibile alla flessione nella spesa riguardante i beni non durevoli e i servizi. Leggermente più vivace si è invece mostrata la spesa per investimenti; le spese in macchinari hanno fatto registrare tassi di crescita congiunturali del 2,3 e dell'1,4% rispettivamente nel primo e nel secondo semestre, mentre quelle in costruzioni hanno registrato un aumento dell'1,5%. La componente più dinamica è invece rappresentata dalle esportazioni nette (le quali notoriamente pesano relativamente poco sulla formazione del PIL) – che su base congiunturale beneficiano di una minor dinamica delle importazioni (-2,7%) rispetto alle esportazioni (+4,7%). Tuttavia, nonostante lo sviluppo dell'export, la perdita delle quote di mercato mondiale prosegue senza interruzioni per via della crescita più vivace del commercio mondiale.

La performance insoddisfacente del PIL italiano trova conferma anche nell'andamento sostanzialmente stagnante della produzione industriale che, nel secondo semestre, ha registrato una variazione nulla in termini congiunturali. Per il terzo trimestre la situazione sembrava in leggero miglioramento (come dimostrato dalle prime indicazioni fornite dall'indicatore elettrico e dall'indagine flash condotta da Confindustria). Tuttavia, nonostante le aspettative di irrobustimento della produzione industriale, i dati di luglio (-3,7% tendenziale) e di agosto (-3,5% tendenziale e -0,8% congiunturale) sono ancora negativi. In definitiva, nei primi 8 mesi dell'anno la produzione industriale è cresciuta solo dell'1,5%. In prospettiva però si evidenziano sia segnali positivi che negativi. Nel mese di agosto gli ordinativi (soprattutto esteri) hanno conosciuto una decisa crescita (+8,9% quelli interni, +10,8% quelli esteri); tuttavia, non va dimenticato che il consistente rialzo del prezzo del petrolio porta da un lato ad una riduzione del potere d'acquisto delle famiglie (attraverso l'inflazione importata) e dall'altro a generare incertezza presso il mondo delle imprese. Due conseguenze negative – comuni all'intera economia europea – ma che nel contesto italiano incidono con maggior intensità per via della maggior dipendenza energetica dal petrolio. La vera e propria ripresa sembra quindi rimandata al primo semestre 2005.

Le uniche notizie positive derivano dal fronte dell'inflazione che registra in settembre un tendenziale del 2,1%, inferiore al 2,3% di agosto e di luglio. Lo stesso shock petrolifero sembra dunque aver notevolmente ridotto le sue possibili conseguenze. Mentre ancora negli anni '80 un aumento del 10% del prezzo del petrolio provocava un incremento dei prezzi alla

produzione dell'1,5%, oggi giorno l'effetto è più che dimezzato.

Nel complesso si sta diffondendo l'aspettativa secondo la quale l'economie dell'area dell'Euro avrebbero già passato il punto di picco della ripresa ciclica e sarebbero entrate in una fase di riflessione. Tale aspettativa è sostenuta dall'osservazione che i fattori che hanno sinora trainato la (modesta) crescita – principalmente la domanda estera – potrebbero essere seriamente danneggiati dal rialzo del petrolio e dai suoi effetti negativi sulla domanda mondiale. La stessa aspettativa peraltro giustificerebbe l'inazione della Banca Centrale Europea che mantiene – seguendo un atteggiamento del tipo *wait and see* – i tassi di *policy* al 2% da ben 16 mesi. Va detto che le ultime dichiarazioni contenute nel Bollettino Mensile della Banca Centrale Europea sembrano ispirate ad un moderato ottimismo: l'attenzione della BCE sull'evoluzione del prezzo del petrolio si unisce al convincimento che in questa occasione l'onere (nel medio periodo) della tassa petrolifera sarà più ridotto che in passato. Il rischio di *second-round effects* – legati alla possibilità che il maggior prezzo del petrolio influenzi le aspettative inflazionistiche e le richieste salariali – viene considerato ridotto dagli esperti della BCE per via delle diverse condizioni del mercato del lavoro odierno (soprattutto in termini di minor potere contrattuale del sindacato). Non è però da escludere la possibilità che l'eventuale shock petrolifero costituisca il colpo finale inferto al già vacillante Patto per la Stabilità e la Crescita. In assenza di politiche monetarie accomodanti potrebbero infatti essere le politiche fiscali – attraverso l'attuazione di maggiori disavanzi – a sostenere la domanda: una condizione evidentemente raggiungibile solo dopo aver



definitivamente messo da parte il Patto di Stabilità.

2. I tassi di interesse

La politica monetaria della BCE continua ad orientarsi sul mantenimento del livello dei tassi di riferimento modificati l'ultima volta 16 mesi fa. Anche nelle ultime riunioni il tasso d'interesse minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali è rimasto fermo al 2%.

Nell'ultima conferenza stampa, tenuta dopo la riunione del Consiglio Direttivo del 7 ottobre 2004, il presidente Trichet ha ribadito che "in complesso le prospettive rimangono coerenti con la stabilità dei prezzi nel medio periodo". L'inflazione, al momento sopra il 2%, dovrebbe tornare sotto questa soglia entro qualche mese. Nel contempo la ripresa economica, pur con qualche incertezza, continua: i tassi d'interesse, che si trovano a un livello storicamente molto basso sia in termini nominali che reali, incentivano la crescita del credito e della moneta e sono di aiuto alle imprese, penalizzate dall'aumento del prezzo del petrolio.

A differenza di qualche mese fa, comunque, la BCE comincia a manifestare qualche piccola preoccupazione sul fronte dei prezzi. Anche se per ora non vi sono segnali concreti di pericolo, è da luglio che, nella parte finale dei suoi discorsi, il Presidente sottolinea la massima importanza che l'aumento dei prezzi petroliferi non generi reazioni inappropriate. In particolare, secondo il Presidente, occorre evitare che questo aumento venga totalmente incorporato nei prezzi e porti a richieste di incrementi salariali. La Banca Centrale si è anche detta preoccupata per la futura tendenza della tassazione indiretta e dei prezzi amministrati, oltre che per l'eccessiva liquidità del sistema.

Il Presidente ha così concluso il suo discorso dichiarando che "nel 2005 il tasso d'inflazione dovrebbe scendere sotto il 2%, ma vi è un certo numero di rischi inflazionistici che va attentamente monitorato".

TAB. 1.2: Le previsioni macroeconomiche per l'Europa – varie fonti

Fonte	Data Previs.	PIL reale		Inflazione	
		2004	2005	2004	2005
BCE	Set.	1,6-2,2	1,8-2,8	2,1-2,3	1,3-2,3
(media)	Set.	1,9	2,3	2,2	1,8
CE	Apr.	1,7	2,3	1,8	1,6
FMI	Set.	2,2	2,2	2,1	1,9
OCSE	Apr.	1,6	2,4	1,7	1,4
CEF	Lug.	1,7	2,0	2,1	1,8
SPF	Ago.	1,8	2,1	2,1	1,9
EZB	Lug.	1,8	2,2	2,1	1,8

Nota: CE: Commissione Europea; CEF: Consensus Economics Forecasts; SPF: Survey of Professional Forecasters; EZB: Euro Zone Barometer.

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, agosto e settembre 2004.

Anche se sul fronte antinflazionistico la BCE è oggi in po' meno ottimista di qualche mese fa, al momento, però, non ci sono veri problemi. La TAB. 1.2, che riporta il confronto fra le previsioni macroeconomiche delle varie fonti, mostra infatti come tutte prevedano un rientro dell'inflazione sotto il 2% nel 2005, accompagnato da un rafforzamento, anche se modesto, della crescita.

Le proiezioni della BCE, calcolate, com'è noto, nell'ipotesi di tassi ufficiali fermi al 2%, sono sostanzialmente in linea con quelle degli altri enti. Confrontando le ultime proiezioni con le due precedenti, però, si nota che quelle sull'inflazione

TAB. 1.3: Le previsioni d'inflazione

Data previs.	2004	2005
Dic.03	1,8 ± 0,5	1,6 ± 0,6
Giu.04	2,1 ± 0,2	1,7 ± 0,4
Set.04	2,2 ± 0,1	1,8 ± 0,5

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*.

nel 2005 sono solo marginalmente peggiorate (TAB. 1.3), restando tuttora compatibili con l'obiettivo del 2%. Le preoccupazioni sollevate da Trichet riguardano pertanto un pericolo solo potenziale che per ora richiede solo un attento monitoraggio. Questa preoccupazione, espressa ufficialmente per la prima volta nella conferenza stampa di giugno, è poi stata ripetuta in tutti i successivi discorsi.

TAB. 1.4: I principali indicatori economici

Indicatori:	Dic. 2003	Sett. 2004
Repo	2,0	2,0
Inflazione	2,2	2,3
Repo – inflazione	-0,2	-0,3
Δ% pr. beni ind. (non energ.)	0,8	0,7
cambio \$/€	1,20	1,23
prezzo petrolio (in euro)	24,6	34,1
Δ% produz. industriale destag.	-1,3	2,8
Δ% produz.manifatturiera	-1,6	3,4
Δ% PIL	0,3	2,0
Indice clima economico	98,0	100,1
SPF prev. inflaz.: tra 1 anno	1,6	1,8
SPF prev. inflaz.: tra 2 anni	1,8	1,9
SPF aspett. PIL: tra 1 anno	1,6	2,1
SPF aspett. PIL: tra 2 anni	2,2	2,3

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

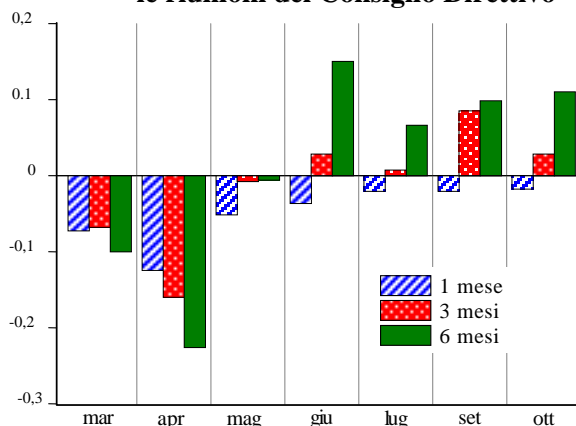
Anche l'andamento dell'insieme di tutti i principali indicatori economici risulta nel complesso soddisfacente (TAB. 1.4). Il settore reale è in ripresa e, anche se l'inflazione corrente è tuttora sopra il 2%, la crescita dei prezzi dei beni industriali (non energetici) resta sotto l'1%. L'euro, a sua volta, si è ulteriormente rafforzato rispetto al dollaro. Va comunque ricordato che l'attuale livello dei tassi d'interesse è particolarmente basso e che, in passato, con tassi di crescita nell'ordine di quelli previsti per il prossimo anno, il livello del Repo è sempre stato sopra il 2%. E' quindi possibile qualche piccolo ritocco verso l'alto nel caso i primi timori inflazionistici dovessero concretizzarsi.

Le aspettative del mercato

I dati sulla ripresa economica e le informazioni provenienti dalla Banca Centrale hanno influenzato le aspettative degli operatori sull'andamento dei tassi d'interesse.

L'attesa di una riduzione del tasso ufficiale si è esaurita a maggio, come mostra la FIG. 1.1 che riporta una stima delle aspettative sulla variazione del Repo nel giorno successivo alle riunioni del Consiglio Direttivo. Da giugno, infatti, in sintonia con la prima affermazione da parte della BCE della necessità di cominciare a monitorare gli aumenti dei prezzi, l'aspettativa è diventata di un possibile rialzo, peraltro ancora non vicino.

FIG. 1.1: Aspettative sul Repo 1-6 mesi dopo le riunioni del Consiglio Direttivo



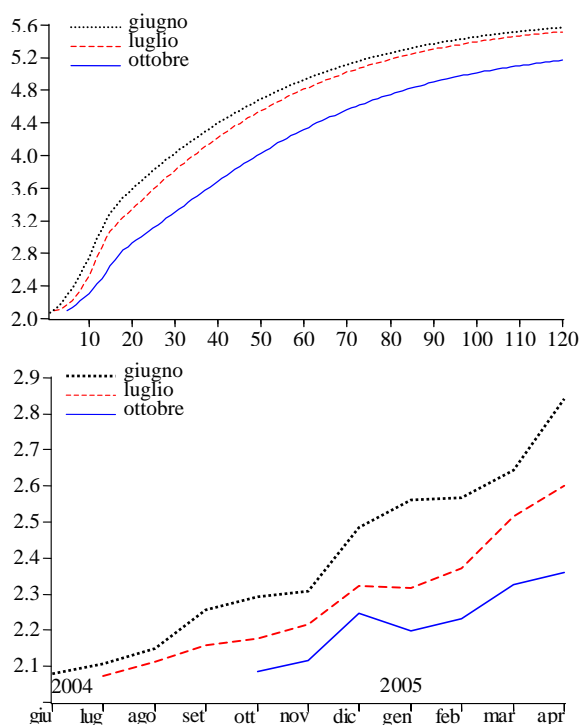
Nota: Differenziale tra tasso implicito dell'Euribor e Repo (al netto del suo valore medio storico);
Fonte: Nostre elaborazioni.

L'evoluzione da giugno a ottobre dell'intera curva dei tassi impliciti dell'Euribor, che da un'idea dell'evoluzione delle aspettative sui futuri movimenti dei tassi mensili, è riportata nella FIG. 1.2.

Dal giugno di quest'anno la curva dei tassi impliciti, pur rimanendo crescente, si è abbassata.

L'aspettativa del mercato rimane quindi orientata al rialzo, anche se l'inizio di questo rialzo sembra continuamente ridimensionarsi e allontanarsi nel tempo. Da qui ai prossimi 6 mesi, se un rialzo ci sarà, in base alle aspettative del mercato, dovrebbe essere di soli 0,25 punti.

FIG. 1.2: Tassi impliciti mensili



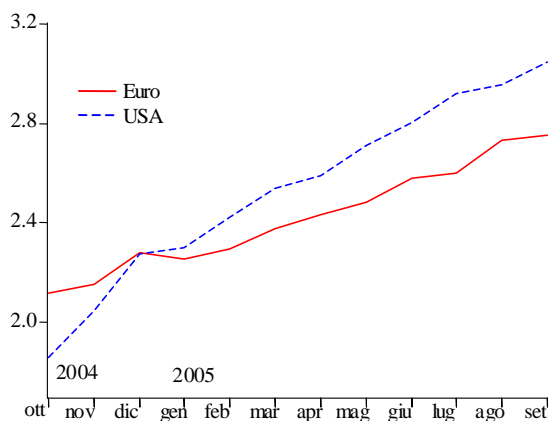
Fonte: *Il Sole 24Ore*, dati del giorno 15 dei mesi indicati e nostre elaborazioni.

I tassi di mercato Europa-USA

A differenza che per la zona-Euro, dove l'aspettativa è di tassi a breve stabili pur con leggera tendenza alla crescita, gli operatori americani si aspettano incrementi più vicini e più incisivi (FIG. 1.3).

I tassi americani a 1 mese, tuttora inferiori a quelli europei, secondo le previsioni degli operatori dovrebbero superare questi ultimi già a dicembre-gennaio.

FIG. 1.3: Tassi impliciti Euro e USA a un mese
(curve al 10 ottobre 2004)

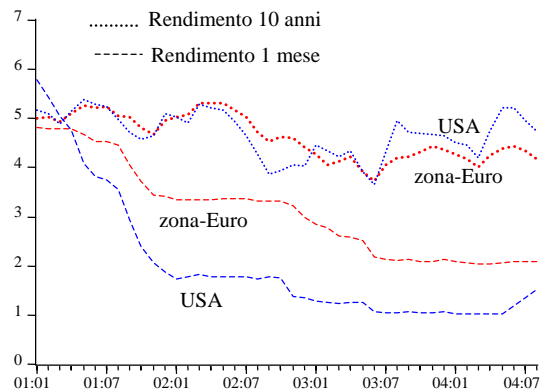


Fonte: *Il Sole 24Ore* e nostre elaborazioni.

Per quanto riguarda invece i tassi a lunga (FIG. 1.4), si nota che le oscillazioni dei rendimenti decennali nella zona-Euro e negli Stati Uniti sono avvenute in fase, pur con i rendimenti americani da qualche mese sopra quelli europei. Per quanto riguarda il 2005, le previsioni fornite dalla SPF¹¹ sui decennali americani suggeriscono che i rendimenti dovrebbero salire di circa 80 pb rispetto a quelli medi del 2004. Secondo queste previsioni, quindi, anche i tassi a lunga europei, che si muovono parallelamente a quelli americani, dovrebbero crescere nei prossimi mesi. In presenza di aspettative inflazionistiche non molto diverse tra la zona-Euro e gli Stati Uniti, la minor crescita attesa del PIL europeo rispetto a quello americano, e il minor aumento del Repo rispetto ai Fed-funds, fanno comunque ritenere che, come nella maggior parte degli ultimi anni, i nostri tassi a lunga resteranno a un livello inferiore a quelli USA.

¹¹ *Surveys of Professional Forecasters*, sito internet <http://www.phil.frb.org/files/spf/mean.txt>

FIG. 1.4: Tassi nella zona-Euro e negli USA



Fonte: BCE e FED.

I tassi corporate. Anche in quest'ultimo periodo è continuata la tendenza alla riduzione degli spread tra i rendimenti corporate e i rendimenti dei titoli di Stato. Questo fenomeno, in atto sia gli USA che nella zona-Euro, ha avuto inizio nel 1992 e ha riguardato soprattutto i titoli con basso rating e scadenza lontana (TAB. 1.5). Esso è riconducibile al miglioramento della situazione economica delle imprese: in concomitanza di questo fenomeno, infatti, si è ridotto il numero delle imprese e l'ammontare delle emissioni obbligazionarie in stato di insolvenza, è cresciuta la percentuale di recupero delle emissioni in default e le società di *rating* hanno spesso rivisto al rialzo i loro giudizi di merito.

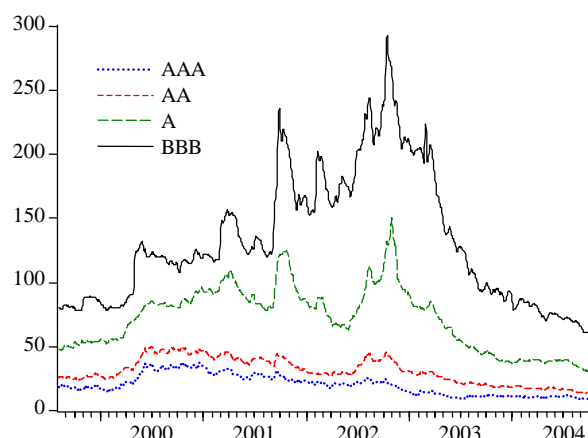
TAB. 1.5: Spread tra obbligazioni corporate e titoli di Stato in Europa

Rating	Modified duration(anni)	Variaz. Spread (basis points)			
		1 m	3 m	6 m	12 m
AAA	2,3	0	-2	0	-2
AA	2,3	0	-1	-1	-3
A	2,2	-3	-6	-3	-9
BBB	2,2	-2	-6	-20	-35
AAA	5,0	-1	-2	-2	-3
AA	5,1	-1	-4	-5	-9
A	5,0	+1	-8	-11	-19
BBB	5,0	-4	-13	-16	-41
AAA	9,5	-1	-2	-2	+3
AA	10,2	0	-1	-3	-9
A	10,1	-1	-8	-5	-14
BBB	11,1	-5	-11	-6	-41

Fonte: MSCI e Bloomberg; nostre elaborazioni sui dati del 4 ottobre 2004.

Ora però questo processo sembra vicino ad esaurirsi. In Europa i differenziali tra il rendimento dei titoli emessi dalle imprese e i titoli di Stato sono già scesi ai livelli più bassi dal 2000 (FIG. 1.5) mentre le ultime riduzioni sono state di entità modesta, specialmente per le imprese di *rating* più elevato, con qualche segnale di controtendenza. Anche il *default rate*, una misura della rischiosità di queste obbligazioni, è ormai sceso al minimo degli ultimi mesi, e le previsioni di Moody's sono, per il prossimo anno, di una ulteriore ma solo lieve flessione.

FIG. 1.5: Spread tra obbligazioni corporate e titoli di Stato



Fonte: MSCI e Bloomberg e nostre elaborazioni; periodo 6-8-1999 - 4-10-2004.

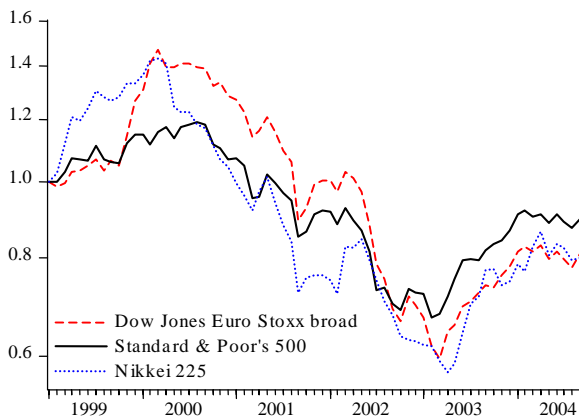
I prezzi delle azioni

Dopo un incremento iniziale nei primi mesi del 2004, gli indici azionari di tutte le borse si sono mossi su una tendenza moderatamente decrescente, un po' più accentuata in Europa e Giappone (FIG. 1.6).

Se si analizzano però gli utili delle imprese che entrano nell'indice di borsa americano non si nota, almeno per quanto riguarda i dati sinora disponibili, alcuna flessione. Quest'andamento dell'indice di borsa non è pertanto riconducibile a un peggioramento degli attuali risultati

economici delle imprese. A parte una spiegazione di natura psicologica, secondo cui gli investitori, colpiti dalla discesa dei corsi azionari degli anni 2000-2002, sono ora molto più cauti che nel passato e tendono quindi ad uscire dal mercato quando i prezzi raggiungono livelli relativamente elevati, un'altra causa potrebbe essere fatta risalire a timori sulla futura crescita economica e sul futuro livello dei tassi d'interesse.

FIG. 1.6: L'indice di borsa in USA, zona-Euro e Giappone



Nota: le ordinate sono in scala logaritmica;
Fonte: BCE: valori mensili gen.1999-set.2004, posto pari a 1,0 il valore del gennaio 1999.

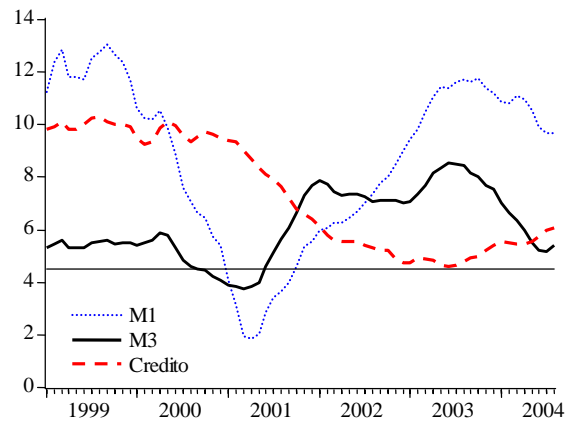
In effetti, il forte deficit del settore pubblico americano, cui si aggiungono la politica monetaria più restrittiva della Fed, l'indebolimento del dollaro e il possibile rallentamento della crescita mondiale, possono determinare un aumento dei tassi a lunga e una politica fiscale meno espansiva che il mercato sta già scontando con questa controtendenza nei prezzi.

3. Gli aggregati monetari e creditizi

Negli ultimi mesi si è arrestata la diminuzione della crescita degli aggregati monetari; nel

contempo si è ulteriormente rafforzata la crescita del credito (FIG. 1.7).

FIG. 1.7: Crescita annua degli aggregati monetari nella zona-Euro



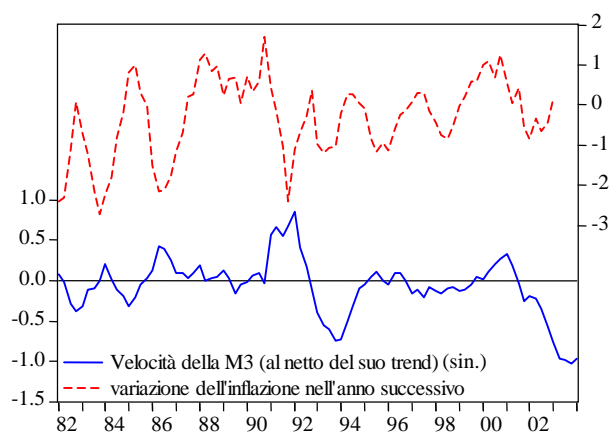
Fonte: BCE; medie mobili trimestrali.

Secondo la Banca Centrale Europea, questo fenomeno è spiegato dal fatto che i tassi d'interesse, in flessione dalla fine del 2001, sono rimasti a un livello particolarmente basso. Nel caso del credito, ai bassi tassi d'interesse si aggiunge poi l'elevata domanda di mutui immobiliari che, in certi paesi, è stata alimentata anche dalla crescita dei prezzi degli immobili.

In riferimento alla M3, la BCE continua a sostenere che la liquidità del sistema è eccessiva rispetto a quanto occorre per una crescita non inflazionistica. Secondo la Banca Centrale, però, non è ancora chiaro come questo eccesso di liquidità sarà impiegato. Qualora nel futuro dovesse essere utilizzato per l'acquisto di beni, soprattutto se la fiducia delle famiglie e delle imprese dovesse salire, i rischi inflazionistici crescerebbero e un intervento sui tassi sarebbe necessario. La BCE sostiene anche che l'eccesso di liquidità e la forte crescita del credito potrebbero anche determinare una crescita dei prezzi delle attività finanziarie.

In effetti la velocità di circolazione della moneta (data dal rapporto tra il PIL nominale e la M3), è attualmente molto al di sotto del suo trend storico (FIG. 1.8), ed è pertanto è vero che la liquidità sia molto abbondante.

FIG. 1.8: Velocità di circolazione di M3 e crescita dell'inflazione



Nota: la velocità di M3 è al netto del trend e la crescita dell'inflazione è quella dell'anno successivo; l'inflazione è calcolata in base al deflatore del PIL.

Fonte: BCE e nostre elaborazioni; (periodo: dati trimestrali 1982.I-2004.I).

Dalla stessa figura si nota, però, che la bassa velocità di circolazione della moneta è stata seguita da un significativo aumento dell'inflazione solo fino all'inizio degli anni Novanta. Nel periodo successivo il legame inverso tra le due variabili si è molto indebolito grazie alla più attenta politica antinflazionistica delle banche centrali europee che hanno controbilanciato, tramite opportuni interventi sui tassi, gli effetti espansivi degli eccessi di liquidità.

Aggregati e tassi bancari in Italia

La crescita di M1 e M3 in Italia risulta, ad agosto 2004, solo leggermente inferiore a quella della zona-Euro. Fino a dicembre 2003, la crescita della M3 era stata invece nettamente superiore (TAB. 1.6).

La crescita del credito complessivo, ed in particolare quella dei prestiti alle imprese non finanziarie e alle famiglie, rimane invece nettamente più elevata in Italia, dove però si mantiene stabile (da un anno sta stabilmente crescendo a circa il 7,5% all'anno), mentre nel resto della zona euro sta aumentando.

TAB. 1.6: Crescita annua della moneta e del credito nella zona-Euro e in Italia

Aggregato:	Zona	2003		2004	
		Ago.	Dic.	Apr.	Ago.
M3	Euro-12	8,4	7,5	6,9	5,5
	Italia	13,9	12,4	5,5	5,3
M1	Euro-12	11,5	11,4	11,0	9,0
	Italia	12,9	10,8	9,6	8,0
PFI	Euro-12	4,8	5,4	5,5	6,1
	Italia	9,7	10,5	8,4	n.d.
Famiglie e imprese non finanz.	Euro-12	3,9	4,0	4,4	5,3
	Italia	7,5	8,1	7,5	8,0

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

La raccolta. Passando più specificatamente al caso italiano, occorre innanzitutto notare che, per quanto riguarda la raccolta bancaria, i dati di agosto confermano quanto già emerso dall'analisi del precedente *Osservatorio*: i depositi in senso lato (p/t compresi) continuano a crescere, ma a un ritmo piuttosto contenuto (+2,3% ad agosto) (TAB. 1.7). All'interno dei depositi, prosegue la riduzione della raccolta con durata prestabilita e dei pronti contro termine (-11% circa all'anno), mentre crescono i depositi a vista e quelli rimborsabili con preavviso (oltre 5% annuo ad agosto). Rispetto al 2003, comunque, c'è qualche segno di riequilibrio tra le forme tecniche: la crescita dei depositi a vista si sta ridimensionando, mentre quella del p/t è meno negativa di qualche mese fa. Grazie al contributo della raccolta obbligazionaria (+11% ad agosto), comunque, la crescita della raccolta bancaria diretta si mantiene su livelli stabilmente sopra il 5%. Continua invece ad essere negativa

la raccolta indiretta per la diminuzione della componente gestita (-4,8% in 12 mesi).

TAB. 1.7: La raccolta delle banche italiane
(variazione sui 12 mesi)

	2003	2004		
	Dic	Giu	Lug	Ago
Depositi	0,5	2,9	3,5	2,3
<i>di cui:</i>				
- a vista	5,7	6,3	7,7	5,3
- con durata prestabil.	-12,0	-10,5	-13,2	-11,0
- rimborsabili c/preav.	5,1	5,4	5,0	5,1
- pronti c/termine	-23,6	-14,0	-14,6	-11,5
Obbligazioni	8,5	10,2	10,9	11,0
Raccolta diretta totale	3,3	5,5	6,2	5,5
Raccolta indiretta totale	0,1	-0,5	-1,3
<i>di cui:</i>				
- raccolta gestita	0,9	-5,9	-4,8

Gli impieghi e le sofferenze. Anche l'evoluzione degli impieghi bancari è poco cambiata rispetto all'inizio dell'anno (TAB. 1.8). Prosegue infatti la ricomposizione tra la componente a breve termine (-4,9% annuo ad agosto) e quella a medio/lungo termine (+13%), ed è proprio grazie a quest'ultima che la crescita complessiva degli impieghi si mantiene attorno al 5%. Questo fenomeno è riscontrabile anche all'interno del settore delle imprese non finanziarie. Nel caso delle famiglie, invece, che da diversi mesi costituiscono la componente più dinamica dei prestiti bancari, continuano ad aumentare anche gli impieghi a breve (credito al consumo) (+13,6%). Il tasso di crescita dei prestiti a medio-lungo termine, utilizzati per l'acquisto di immobili, si mantiene stabile su livelli molto superiori (+22,8% ad agosto).

Il tasso di variazione annua delle sofferenze continua invece ad essere attestato al di sopra del 10% dalla fine del 2003. Esso, infatti, sconta ancora le crisi aziendali del recente passato. Rimane invece stabile la crescita delle sofferenze del settore famiglie (+2,6% tendenziale a luglio); questo valore appare basso

soprattutto se viene paragonato al forte sviluppo delle erogazioni a favore di questo settore.

TAB. 1.8: Gli impieghi delle banche italiane
(variazione sui 12 mesi)

	2003	2004		
	Dic	Giu	Lug	Ago
Impieghi totali	6,3	5,2	5,2	4,6
<i>di cui:</i>				
- a breve	-1,7	-4,1	-4,0	-4,9
- a medio/lungo	13,0	13,8	13,6	13,0
Sofferenze lorde	10,1	11,7	10,9
Impieghi a società	6,9	6,3	6,0	5,0
<i>di cui:</i>				
- con scadenza <1 a.	-1,7	-2,1	-1,6	-2,7
- con scadenza > 1 a.	15,1	13,9	12,8	11,7
- sofferenze	15,5	18,1	16,8
Prestiti a famiglie	10,2	12,2	12,4	12,2
<i>di cui:</i>				
- credito al consumo	15,7	14,8	15,9	13,6
- acquisto abitazione	22,1	22,7	22,8	22,8
- sofferenze	2,8	3,0	2,6

I titoli in portafoglio. Di fronte a dinamiche della raccolta diretta e degli impieghi fra loro abbastanza equilibrate (+5,5% e +4,6 % annuo ad agosto), il portafoglio titoli, che si era ridimensionato nel corso del 2003, ha ripreso dall'inizio dell'anno a svilupparsi a un tasso di crescita positivo (+3,7% annuo a luglio) (TAB. 1.9). Al suo interno, comunque, è in atto una significativa ricomposizione dai titoli di Stato, la cui consistenza diminuisce, agli altri titoli.

TAB. 1.9: Il portafoglio titoli (variaz. 12 mesi)

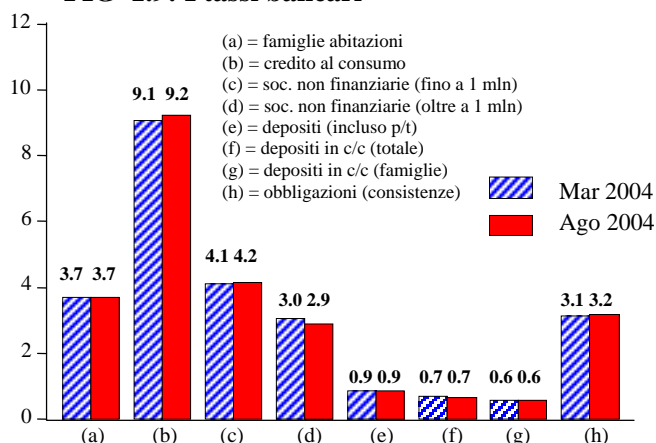
	2003	2004		
	Dic	Mar	Giu	Lug
Portafoglio titoli totale	0,8	8,5	8,4	3,7
<i>di cui:</i>				
- Titoli di Stato	-6,1	-0,2	-1,7	-8,8
- altri titoli	14,5	25,6	28,4	29,4

Fonte: Banca d'Italia.

I tassi bancari. Negli ultimi mesi i tassi d'interesse, sia attivi che passivi, sulle nuove operazioni poste in essere dalle banche sono rimasti stabili grazie al tasso ufficiale fermo

ormai da molti mesi e ai tassi di mercato anch'essi relativamente stabili da tempo (FIG. 1.9). La discesa dei tassi si è comunque ormai esaurita e, in molti, casi si notano già i sintomi di una prima piccola risalita in concomitanza col leggero aumento dell'Euribor.

FIG 1.9: I tassi bancari



Fonte: Banca d'Italia.

Nota: attivi=nuove erogazioni, passivi=consistenze

4. Imprese e mercato dei capitali

Nei primi nove mesi di quest'anno il ricorso complessivo delle imprese al capitale azionario tramite Borsa Italiana SpA (TAB 1.10) si è notevolmente ridotto rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (-43%).

In particolare:

- la quota prevalente di raccolta di denaro fresco (circa due terzi) è stata effettuata in occasione di OPVS;
- la dimensione media delle operazioni di OPVS è solo lievemente diminuita rispetto all'anno precedente, mentre quella degli aumenti di capitale si è ridotta ad un terzo.

Nello stesso periodo, comunque, sette nuove società hanno fatto il loro ingresso nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA (5 in borsa, 1 al Nuovo Mercato e 1 al mercato Expandi).

TAB. 1.10: Raccolta di capitali in Borsa con offerte di azioni

	2003	2004 (gen-set)
Aumenti di capitale di soc. quotate:		
- numero operazioni	28	14
- denaro raccolto (milioni)	9.843	1.684
Importo medio (milioni)	351,5	120,3
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.		
- numero operazioni	6	10
- denaro raccolto (milioni)	2.800	3.398
Importo medio (milioni)	466,6	339,8

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani.

Nel corso dei primi nove mesi del 2004 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento gestiti da intermediari italiani è risultata negativa per 18.241 milioni di euro, pari al 3,7% del patrimonio netto gestito a fine 2003 (TAB. 1.11). I deflussi hanno riguardato soprattutto i fondi obbligazionari e bilanciati. Per gli azionari il deflusso è stato modesto, mentre i flessibili sono in crescita.

TAB. 1.11: Raccolta netta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani

Categorie di fondi	2003	2004 (gen-set)
valori assoluti (in milioni di euro)		
Azionari	-1.203	-770
Bilanciati	-6.008	-2.988
Obbligazionari	10.697	-11.563
Liquidità	15.915	-3.753
Flessibili	2.676	833
Totale	22.067	-18.241
in % patrimonio fine periodo precedente		
Azionari	-1,16%	-0,68%
Bilanciati	-14,66%	-8,32%
Obbligazionari	4,80%	-4,96%
Liquidità	19,37%	-3,55%
Flessibili	32,51%	8,00%
Totale	4,82%	-3,67%

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

TAB. 1.12: Scambi sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa (mln euro)

Strumento	2003	2004 gen-set	Var. % (*)
Azioni italiane borsa	566.482	464.980	+7,2
Azioni it. m. Expandi	390	318	+6,6
Azioni italiane NM	13.831	13.598	+28,4
Totale azioni	580.703	478.897	+7,7
Warrant	426	336	+3,1
Securitized Derivatives	10.833	11.341	+36,7
Obbl.convertibili	1.569	665	-44,6
Fondi Chiusi	124	120	+26,3
Fondi Aperti e ETF	1.469	2.062	+83,3
Diritti	543	177	-57,5
Obbligazioni	12.544	7.807	-18,7
Tit. Stato (Mot)	133.834	108.691	+6,0
Strumenti derivati:			
Futures su indice			
num.contratti	4.263.886	2.543.264	-22,1
val.scambi	527.024	350.801	-13,1
Mini-Futures su indice			
num.contratti	2.570.238	1.193.139	-39,4
val.scambi	63.411	32.905	-32,2
Futures su azioni			
num.contratti	468.083	845.568	+135,9
val.scambi	2.050	4.580	+191,7
Opzioni su indice			
num.contratti	2.505.351	1.668.036	-13,1
val.scambi	153.998	113.116	-4,1
Opzioni su azioni			
num.contratti	7.924.078	6.997.070	+15,3
val.scambi	30.940	26.408	+11,4

Nota: (*) variazioni % della media giornaliera rispetto ai primi nove mesi del 2003.

Fonte: dati Borsa Italiana Spa.

Gli scambi di titoli quotati. Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nei primi nove mesi del 2004 uno sviluppo abbastanza variegato rispetto allo scorso anno (TAB. 1.12). Anche se i pesi relativi delle diverse componenti sono rimasti simili a quello del 2003, le crescite risultano molto diversificate: futures su azioni, Fondi aperti e ETF, fondi chiusi e azioni Italiane hanno visto tendenzialmente crescere in percentuale i loro scambi; gli scambi di Mini-futures (gli ex

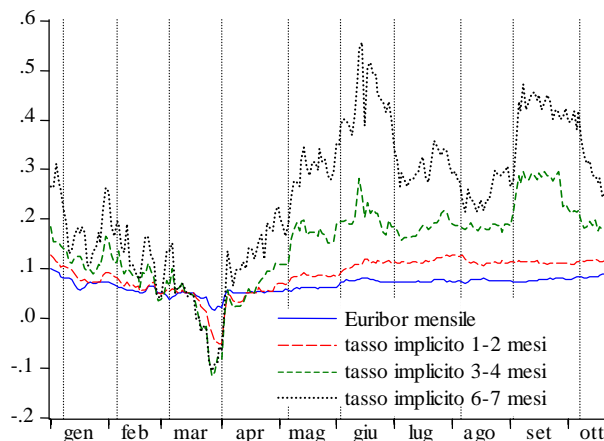
contratti mini-Fib), Diritti, Obbligazioni convertibili e obbligazioni hanno invece subito una forte contrazione.

5. Le previsioni dell'Euribor e del tasso ufficiale

Per valutare i possibili futuri andamenti del REPO e Euribor si può fare riferimento all'insieme delle informazioni disponibili, che comprendono: le dichiarazioni ufficiali della BCE, le aspettative degli operatori, i principali indicatori economici, l'evoluzione degli aggregati monetari.

Le dichiarazioni ufficiali. In sintesi la posizione della BCE è che *in complesso le prospettive rimangono coerenti con la stabilità dei prezzi nel medio periodo ... Nel 2005 il tasso d'inflazione dovrebbe scendere sotto il 2%, ma vi è un certo numero di rischi inflazionistici che va attentamente monitorato.* Le proiezioni della BCE per il 2005 sono per un'inflazione compresa nell'intervallo 1,3-2,3%. Questi valori confermano che l'obiettivo dell'inflazione può essere conseguito anche in assenza di interventi da parte della Banca Centrale.

FIG. 1.10: L'andamento del differenziale fra tassi impliciti dell'Euribor e Repo



Nota: le linee verticali indicano i giorni delle riunioni del Cons. Dir.
Fonte: nostre elaborazioni; dati giornalieri, 1 gen.-22 ott. 2004.

Le aspettative degli operatori. L'evoluzione giornaliera del differenziale tra i tassi impliciti dell'Euribor e il Repo, che costituisce un indicatore delle aspettative del mercato sul futuro andamento del tasso ufficiale mostra (FIG. 1.10) che, dopo una significativa attesa a marzo di un ribasso del Repo, si sono formate aspettative di un suo possibile futuro rialzo. Successivamente, queste aspettative si sono ridimensionate e ora si attestano su un Repo fermo al 2% per i prossimi mesi.

La congiuntura reale. Rispetto alla fine dello scorso anno, l'andamento del settore reale è migliorato. Tuttavia, di recente, sono apparsi alcuni dati non pienamente soddisfacenti che sembrano indicare un peggioramento delle aspettative. L'indice di clima economico è in riduzione (a settembre è risultato pari a 103,6 contro il 104,1 di agosto), come pure l'Eurocoin¹² (in calo da giugno, quando era pari a 0,593, fino allo 0,446 di settembre). A questo si è aggiunge la nuova rapida crescita del prezzo del petrolio e, negli ultimi giorni, un significativo incremento del cambio dollaro/euro (ad oltre 1,28 il 26 ottobre 2004). Anche se il rafforzamento dell'euro ha il vantaggio di rendere meno costose le importazioni, e in particolare il petrolio, esso sfavorisce le esportazioni della zona-Euro e contribuisce quindi a rallentare la crescita. Il rafforzamento dell'euro potrebbe mantenersi anche in futuro qualora la politica economica americana si orientasse al riequilibrio dei conti con l'estero da attuarsi con una spinta alle esportazioni. Non sembra proponibile che, in queste condizioni, la BCE aumenti i tassi di interesse.

La crescita della moneta. Gli aggregati monetari hanno di nuovo accelerato negli ultimi mesi e la BCE ha più volte affermato che la liquidità del sistema è eccessiva. Nel Bollettino mensile di settembre è stato pubblicato uno studio del legame tra la crescita della moneta e l'inflazione, da cui risulterebbe che la moneta è un indicatore della futura crescita dei prezzi. Gli intervalli in cui si colloca la possibile futura inflazione sono, però, talmente ampi da risultare coerenti con qualunque scenario. Non sembra che queste analisi possano modificare l'orientamento della BCE che non ha mai dato particolare peso alla crescita degli aggregati per le sue decisioni sulla manovra dei tassi d'interesse.

In conclusione. Per tutti i fattori sopra evidenziati, nel breve periodo non vi dovrebbero essere interventi da parte della Banca Centrale Europea a meno che si verificano eventi per ora non prevedibili quali, ad esempio, un forte aumento dell'euro o una significativa riduzione della crescita economica.

Su queste basi è possibile tracciare una previsione per i prossimi mesi che mostra (TAB. 1.13) un andamento dei tassi a uno e 3 mesi sostanzialmente stabile, con valori pari per entrambi circa il 2,20%.

TAB. 1.13: Le previsioni del Repo e dell'Euribor nei prossimi mesi

mese	Repo	Euribor a 1m	Euribor a 3 m
Nov. 2004	2,00	2,09	2,12
Dic. 2004	2,00	2,08	2,14
Gen. 2005	2,00	2,11	2,16
Feb. 2005	2,00	2,13	2,18
Mar. 2005	2,00	2,18	2,20

Fonte: nostre elaborazioni su dati del 22 ottobre 2004

¹² L'Eurocoin è l'indicatore del ciclo economico dell'area-Euro disponibile in tempo reale, fornito da CEPR.

2. SULLA “QUESTIONE MERIDIONALE”

A distanza di quasi un secolo e mezzo dall’Unità d’Italia, la questione meridionale è ancora irrisolta. Se è vero che la forbice del PIL pro-capite tra Nord e Sud non si è richiusa e che il tasso di disoccupazione meridionale è ancora un multiplo di quello settentrionale, è anche vero che l’economia del Mezzogiorno ha sperimentato un progresso di grande rilievo in termini assoluti. Nel frattempo nuovi attori hanno occupato il centro della scena – ad esempio il Nord-Est con la straordinaria performance, soprattutto all’esportazione, degli anni Novanta e la richiesta pressante di risorse pubbliche per rimuovere gli ostacoli al suo ulteriore sviluppo.

La questione meridionale oggi, quindi, si pone in modo diverso da come si poneva alla fine della seconda guerra mondiale. E le risposte che richiede dovranno essere diverse da quelle fornite all’epoca, in particolare dall’intervento straordinario che ha caratterizzato le politiche per il Mezzogiorno dopo la ricostruzione.

1. Le riflessioni odierne

Per oltre un secolo, dopo l’Unità d’Italia, la centralità della “questione meridionale” non è stata messa in discussione. Economisti, sociologi e politici si dividevano sulla risposta da darvi, ma che il problema esistesse e che occorresse porvi rimedio era consapevolezza diffusa e comune. La letteratura sulla questione meridionale in questo arco temporale è stata molto ampia ed è ormai sconfinata – da Jacini a Giustino Fortunato, da Gramsci a Rossi-Doria, per fare solo alcuni dei nomi più illustri della sua prima fase – a testimonianza dell’intensità della riflessione sul problema. Negli ultimi due

decenni, e soprattutto nello scorcio finale del secolo scorso, questo “minimo comune denominatore” intellettuale si è dissolto.

Sono state in particolare sottoposte a riconsiderazione critica le politiche per il Mezzogiorno messe in atto in passato. A scopo di classificazione, si possono sommariamente individuare due posizioni.

In una prima posizione si collocano idee apparentemente molto diverse ma convergenti nel negare alla radice la necessità o l’opportunità delle politiche di lotta al sottosviluppo e per questo motivo etichettabili come anti-meridionalistiche. A detta di alcuni, ad esempio, la battaglia contro il sottosviluppo del Mezzogiorno condotta con il ricorso alle politiche pubbliche è persa in partenza. Essa rischia anzi di creare incentivi controproducenti negli operatori economici meridionali. Secondo altri, viene sottolineato che il Centro-Nord, e soprattutto il Nord-Est, ha dato un impulso autonomo alla crescita che ha compensato la perdita di dinamicità dell’area originariamente considerata il motore dello sviluppo del Paese, ossia il triangolo industriale. La rimozione di strozzature e vincoli all’ulteriore espansione delle aree particolarmente dinamiche del Paese – collocate al Centro-Nord – dovrebbe essere, secondo questo punto di vista, prioritaria rispetto alla lotta al “dualismo” territoriale.

L’implicazione normativa di queste opinioni è evidente: *laissez faire, laissez passer* nel senso di “lasciate che il Mezzogiorno faccia da solo”. Vale la pena osservare fin d’ora che questa indicazione “liberista” è da un lato motivata da argomentazioni economiche, ma dall’altro esprime visioni pre-analitiche contraddittorie: per alcuni, essa implica la deriva dell’economia

meridionale, per altri genera negli operatori economici del Mezzogiorno gli incentivi più adatti alla uscita dal sottosviluppo.

In una seconda posizione, si esprime l'opinione che il dualismo territoriale esista e vada combattuto, in forme e modi completamente nuovi. Non più quindi un atteggiamento radicalmente negativo sull'opportunità dell'intervento di contrasto del dualismo territoriale, ma riflessioni che hanno ispirato la nuova politica meridionalistica, iniziata in particolare al dipartimento per le politiche dello sviluppo del Ministero del Tesoro all'epoca del Ministro Ciampi. I sostenitori di queste politiche non sono meno critici degli anti-meridionalisti nei confronti dell'intervento straordinario, ma ritengono che iniziative vadano assunte sull'interesse complessivo del Paese.

2. Il divario di PIL pro-capite

Che esista tuttora una situazione di sottosviluppo di un'area del Paese limitata quasi esclusivamente al Mezzogiorno sembra innegabile. Il modo tradizionale di misurare il divario territoriale per gli economisti è di confrontare il reddito pro-capite (RPC) nelle diverse aree del Paese.

A tutt'oggi, l'RPC nel Mezzogiorno è pari a circa il 70% di quello medio del Paese e a circa il 60% dell'RPC del Centro-Nord.

Ancora più sconcertante risulta lo scenario se visto in prospettiva storica. La forbice tra l'RPC settentrionale e quello meridionale si è chiusa un poco negli anni sessanta e settanta per riaprirsi negli anni ottanta e novanta e mostrare una modestissima tendenza di nuovo alla chiusura nei primi anni del nuovo secolo (su questo torneremo). Le stesse fluttuazioni del rapporto percentuale tra l'RPC meridionale e

quello settentrionale sono di poco conto di modo che la sensazione che si ricava dai dati è quella di una sostanziale stabilità di tale quota nel secondo dopoguerra. La TAB. 2.1 fornisce alcune cifre significative sul livello e sull'evoluzione del PIL pro-capite nell'arco temporale 1980-2003. Il 1993 è un anno particolarmente significativo perché contraddistinto da una delle due recessioni del dopoguerra (l'altra risale al 1975).

TAB. 2.1: PIL pro-capite a prezzi correnti per ripartizione geografica

Aree	PIL pro-cap. 2003 a p. corr.	Indici: Italia=100		
		1980	1993	2003
Centro-Nord	26.081,0	117,4	117,7	116,7
- Nord Ovest	27.051,6	124,4	122,7	121,0
- Nord Est	26.680,2	119,4	120,1	119,3
- Centro	24.192,7	105,5	108,7	108,2
Mezzogiorno	15.599,6	69,1	68,7	69,8
Italia	22.356,5	100,0	100,0	100,0

Fonte: Istat e Svimez.

Naturalmente il sottosviluppo si può manifestare in molti modi. Anche dai principali indicatori socio-economici, tuttavia, si traggono le stesse indicazioni sull'esistenza di un pronunciato dualismo territoriale. Basta pensare all'illegalità diffusa (e dominata dalla criminalità organizzata) e alla carenza di infrastrutture, piaghe già abbondantemente sottolineate nella letteratura meridionalistica tradizionale e tuttora presenti.

Ma l'indicatore socio-economico principe del divario territoriale è il tasso di disoccupazione, che nel mezzogiorno ha raggiunto il 20% – si ricorda che al culmine della Grande Depressione il tasso di disoccupazione era giunto al 25% negli USA – e ha mostrato solo negli ultimi anni una tendenza decrescente mentre molte aree del Centro-Nord godono da tempo di una situazione di quasi piena occupazione con tassi di disoccupazione inferiori

al 5%. La questione della disoccupazione in Italia, quindi, tende in larga misura a coincidere con la questione meridionale.

L'occupazione non dichiarata e quindi sommersa – un fatto indubitabile ma di difficile quantificazione – è generalmente considerata più rilevante al Sud che al Centro-Nord. Le cifre ufficiali quindi sottovaluterebbero l'occupazione e sovrastimerebbero la disoccupazione meridionale. Ma è improbabile che una correzione attendibile delle cifre per tener conto di questo fenomeno – se mai ne disporremo – possa modificare radicalmente il quadro.

Nonostante l'uscita dalla recessione del 1993 e la successiva ripresa, il tasso di disoccupazione a livello nazionale continua a crescere per poi invertire la tendenza dopo il 1998 (TAB. 2.2). Questo *pattern* riguarda in particolare il Centro e il Mezzogiorno, mentre il Nord – e soprattutto il Nord-Est – sperimenta una riduzione progressiva del tasso di disoccupazione. Nel 2003 il tasso di disoccupazione nazionale si era riportato poco sopra quello del 1980.

TAB. 2.2: Tasso di disoccupazione per ripartizione geografica

Area	1980	1993	1998	2003
Nord	5,1	6,7	6,6	4,0
Centro	7,5	8,3	9,3	6,9
Mezzogiorno	11,5	15,1	19,6	16,1
Italia	7,6	9,7	11,3	8,4

Fonte: Istat.

Il notevole peso della disoccupazione meridionale sul totale “spiega” il fatto che il dato nazionale abbia un andamento simile a quello centro-meridionale. L'incapacità dell'economia del Mezzogiorno di approfittare dei guadagni di competitività indotti dal deprezzamento della Lira dopo l'uscita dallo SME “spiega” l'incremento successivo al 1993.

Dopo l'inversione di tendenza, tra il 1998 e il 2003 il tasso di disoccupazione nel Mezzogiorno è sceso di 3,5 punti percentuali. Ma si tratta pur sempre di un tasso di disoccupazione superiore a quello del 1980 e soprattutto quadruplo rispetto a quello del Nord. Il dualismo c'è quindi ed è persistente.

Naturalmente, la relativa stabilità del rapporto percentuale tra redditi pro-capite del Centro-Nord e del Mezzogiorno non significa affatto che il Mezzogiorno sia rimasto fermo. Il progresso è stato evidente e il ritmo di incremento del I'RPC comparabile, sul lungo periodo, a quello del centro nord. Dal 1950, infatti, il reddito pro-capite meridionale si è praticamente quadruplicato. Anche dal punto di vista dei principali indicatori socio-economici la situazione è migliorata vistosamente: la speranza di vita è passata da 49 a 79 anni. Ma perché si verifichi il *catching up* – per usare la terminologia di Abramowitz riferita alla teoria dello sviluppo economico – occorre che il tasso di incremento del PIL pro-capite del Paese in ritardo (*late comer*) sia più elevato di quello del Paese leader. E questo, con riferimento alle maggiori ripartizioni geografiche del nostro Paese, sicuramente non è avvenuto.

Si è anzi temuto, specialmente negli anni ottanta e novanta, che il Mezzogiorno perdesse i contatti con il Centro-Nord, che cioè rimanesse indietro (*falling behind*).

Quello del Mezzogiorno è un caso classico di mancato *catching up* e quindi una smentita della teoria neoclassica della crescita che predice la *convergenza* generalizzata dei paesi ritardatari ai paesi leader.

In verità, questa predizione è stata largamente smentita dai dati. Solo in alcune circostanze, per periodi di tempo limitati e per gruppi circoscritti di paesi essa è stata confermata. Si è

quindi sviluppata un'ampia gamma di teorie alternative, la cui predizione comune è per l'appunto la mancata convergenza, e il cui denominatore concettuale comune è l'idea della *causazione cumulativa*. Secondo queste teorie, se un'area ha un vantaggio iniziale in termini di livello del PIL pro-capite, tendenzialmente è in grado di accrescerlo crescendo ad un tasso superiore a quello dei paesi ritardatari. Le ragioni di questa diseguaglianza crescente sono individuate da alcuni nella presenza di economie di scala, da altri nella maggior densità di capitale umano o nel più alto grado di finanziarizzazione dei paesi leader, etc.

3. Mezzogiorno e ciclo economico

Seguendo la cronologia proposta da SVIMEZ, in TAB. 2.3 riportiamo i dati relativi alla crescita del PIL reale nelle principali ripartizioni geografiche negli ultimi vent'anni. La cronologia proposta divide i 22 anni del periodo considerato in 4 sotto-periodi, che riflettono grosso modo la successione di contrazione e espansione verificatasi a livello nazionale, la quale a sua volta è fortemente influenzata dal ciclo internazionale.

TAB. 2.3: Var. % media annua del PIL reale per ripartizione geografica

Aree	81-83	84-91	92-95	96-03	81-03
Centro-Nord	0,7	2,8	1,6	1,4	1,8
- Nord Ovest	0,6	2,9	1,1	1,3	1,7
- Nord Est	0,2	2,8	2,5	1,5	2,0
- Centro	1,6	2,5	1,5	1,5	1,9
Mezzogiorno	1,3	2,3	0,2	1,7	1,6
Italia	0,9	2,7	1,2	1,5	1,8

Fonte: Istat e Svimez.

Il primo periodo, 1981-83, è caratterizzato da una crescita molto modesta a livello nazionale (si ricorda che l'anno finale di questo intervallo, ossia il 1983, è un anno di vera e propria stagnazione per l'economia italiana). Pur nella

mediocrità generale della performance macroeconomica, in questo triennio Centro e Mezzogiorno crescono un poco più rapidamente del resto del Paese.

Il secondo periodo, 1984-91, è invece caratterizzato da una buona espansione (di poco inferiore al 3%) a livello nazionale. In questo periodo si rovescia la performance relativa delle ripartizioni geografiche. In questo periodo, infatti, sono le regioni settentrionali a registrare una crescita più brillante. Centro e Mezzogiorno crescono un poco più rapidamente del resto del Paese.

Il terzo periodo, 1992-95, si caratterizza per alcuni fattori macroeconomici specifici all'economia italiana che determinano dapprima la recessione del 1992-93 – associata all'uscita della Lira dallo SME e alla successiva imponente “manovra Amato” di restrizione fiscale – e poi la ripresa del 1994-95 – trainata dalle esportazioni stimolate dal deprezzamento della Lira. Nel complesso del periodo considerato il Paese cresce ad un tasso di poco superiore all'1%. Il mezzogiorno rimane stagnante, mentre il resto del Paese registra una espansione non disprezzabile (1,6%).

Vale la pena suddividere ulteriormente il periodo considerato nei due sottoperiodi della recessione (1992-93) e della ripresa (1994-95). Mentre la recessione ha colpito indistintamente tutte le aree del Paese (il centro nord registra crescita zero e il PIL del sud si contrae dello 0,3%), la ripresa è decisamente asimmetrica. Nel biennio 1994-95, il PIL è cresciuto del 2,6% a livello nazionale, trainato dal Centro-Nord (+3,2%) mentre il mezzogiorno ha marciato a passo di lumaca (0,7%). Focalizzando l'attenzione sul Centro-Nord, inoltre, si nota la performance molto brillante del Nord-Est (4,1%). In altri termini, è cresciuta

di più l'area del Paese più orientata alle esportazioni e meglio in grado, per la sua specializzazione produttiva, di sfruttare gli incrementi di competitività di prezzo garantiti dal deprezzamento della Lira. Il Mezzogiorno, notoriamente poco esposto alla concorrenza internazionale, si è quindi adagiato in una situazione di crescita lenta.

Infine, il periodo 1996-2003 si contraddistingue per una crescita modesta (1,5%). Ricordiamo che si tratta del periodo dell'aggiustamento fiscale propedeutico all'ingresso nell'UME e della successiva semi-stagnazione dovuta, almeno in parte, all'esaurirsi della spinta propulsiva dovuta al deprezzamento della moneta. Pur nella mediocrità generale, in questo periodo Centro e Mezzogiorno crescono un poco più rapidamente del resto del Paese.

Se una legge generale si può trarre da queste semplici osservazioni, essa è la seguente: l'economia meridionale ha una performance relativa migliore nei periodi di stagnazione dell'economia nazionale; quando quest'ultima entra in fase di espansione, l'economia meridionale tende ad attardarsi in una crescita meno pronunciata.

In qualche misura ciò ha a che vedere con la specializzazione produttiva delle diverse aree del Paese. In particolare, il Mezzogiorno tende al *lagging behind* in presenza di una ripresa trainata dalle esportazioni per il semplice motivo che non è in grado di sfruttare gli eventuali incrementi di competitività che si manifestano.

Nel primo periodo (TAB. 2.4) tutte le componenti interne della domanda crescono più rapidamente nel mezzogiorno che nel Centro-Nord, il contributo alla crescita delle esportazioni nette è negativo in entrambe le aree.

Nel secondo periodo i consumi crescono più rapidamente nel mezzogiorno, gli investimenti meno rapidamente, il contributo alla crescita delle esportazioni nette è positivo al nord, negativo al sud. Investimenti e domanda estera trainano il PIL settentrionale in una espansione più accentuata di quella del mezzogiorno.

Nel terzo periodo si verifica un drammatico calo degli investimenti al sud, che è in larga misura alla base del ritardo di crescita che la ripartizione subisce in questo periodo. Nel quarto periodo, invece, gli investimenti crescono di più al sud e la situazione a livello nazionale si inverte.

Complessivamente i consumi delle famiglie crescono più rapidamente al sud nel periodo 1981-91, meno rapidamente nel periodo 1992-2003. I consumi collettivi, che misurano il contributo del settore pubblico alla domanda aggregata sono sistematicamente cresciuti più vivacemente al Sud che al Nord, con l'unica eccezione dell'ultimo periodo.

TAB. 2.4: Var. % media annua del PIL reale per ripartizione geografica

	81-83	84-91	92-95	96-03
	Centro-Nord			
PIL	0,7	2,8	1,6	1,4
Consumi fam.	0,9	3,0	0,9	1,8
Consumi coll.	3,1	2,4	-0,8	1,7
Investimenti	-3,7	3,8	0,7	2,6
	Mezzogiorno			
PIL	1,3	2,3	0,2	1,7
Consumi fam.	1,9	3,4	0,5	1,7
Consumi coll.	3,5	2,8	-0,3	1,4
Investimenti	1,7	2,3	-7,7	3,2

Fonte: Istat e Svimez

4. Quali politiche?

L'opinione di consenso tra economisti e scienziati sociali in senso lato e – almeno fino a venti anni fa – anche tra i politici di professione, non solo in Italia, era che un

problema di dualismo territoriale dovesse essere affrontato e risolto, perché il dualismo territoriale è una manifestazione di ineguaglianza su larga scala e perché l'ineguaglianza può rivelarsi un elemento di rallentamento della crescita aggregata.

In realtà, come si è detto precedentemente, la persistenza del divario si può accompagnare – ed è questo il caso dell'Italia – ad uno sviluppo non trascurabile, comparabile anzi a quello delle aree più avanzate del Paese. Sicché il Mezzogiorno attuale è radicalmente diverso non solo da quello descritto nell'inchiesta Jacini ma anche da quello degli anni Trenta (illustrato da Carlo Levi in “Cristo si è fermato a Eboli”). Il sottosviluppo, in altri termini, non si configura nel caso del Mezzogiorno come minaccia di livelli minimi di sussistenza e dignità umana come in altri e ben noti drammatici casi contemporanei, specialmente in Africa, Asia e America Latina.

Non solo. I residenti nel Mezzogiorno godono di un non trascurabile patrimonio di benefici extra-economici e talvolta immateriali in senso lato – a cominciare dal clima e dall'ambiente naturale – che, sebbene difficilmente misurabili, contribuiscono certamente ad accrescere il loro “benessere” – nell'accezione del termine comunemente usato in economia – e a ridurre il divario con il Centro-Nord.

Nella moderna teoria dell'emigrazione, ad esempio, si insiste sul fatto che l'incentivo ad emigrare è inversamente correlato alle *amenities* di cui l'individuo può godere *in loco*. In presenza di questi benefici, l'individuo può essere indotto ad accettare un reddito pro-capite *relativo* (rispetto a quello che otterrebbe emigrando in un altro paese meno dotato di *amenities*) inferiore a uno – ossia un certo grado di divario territoriale – se gode di un

livello *assoluto* del reddito pro-capite “accettabile” (superiore al reddito di sussistenza, comunque questa venga definita o percepita). Non è un caso se in Italia non si sono più verificati massicci flussi migratori interni dal Sud al Nord (come quelli dell'immediato dopoguerra) o internazionali (come quelli di fine ottocento).

Infine occorre ricordare che la realtà produttiva del Mezzogiorno è molto più differenziata di quanto non si creda. Recenti indagini sul campo (organizzate principalmente da Meldolesi e colleghi) hanno evidenziato una economia a macchia di leopardo: aree caratterizzate dall'arretratezza e spesso dall'assenza dell'apparato industriale lamentate nella letteratura tradizionale coesistono con distretti industriali in piena espansione e talvolta decisamente esposti alla concorrenza internazionale. In più regioni, la diffusione di questi distretti ha impresso una svolta all'economia locale considerata nel suo complesso, paragonabile a un vero e proprio *take-off*. Ad esempio, la condizione economica sia congiunturale che strutturale dell'Abruzzo e del Molise e di talune zone della Puglia assomiglia sempre più a quella della costa adriatica romagnola e marchigiana e sempre meno a quella di certe aree depresse della Campania e della Calabria. Tutto ciò considerato, è del tutto ovvio trarre la conclusione che il quadro attuale non giustifichi più l'intervento straordinario del tipo di quello attuato nel dopoguerra. Se è vero che a queste politiche va attribuito almeno parte del merito della riduzione del divario di PIL pro-capite tra Centro-Nord e Mezzogiorno avvenuta nei due decenni immediatamente successivi alla Ricostruzione, è anche vero che negli anni settanta e ottanta le istituzioni classiche di questa politica, come la Cassa per il

Mezzogiorno, hanno mostrato la corda. Esse non sono state in grado di contrastare la tendenza alla riapertura della forbice di PIL pro-capite. Inoltre l'ammontare di risorse pubbliche investito nel Mezzogiorno ha realizzato "rendimenti" in termini di sviluppo indotto, decisamente decrescenti.

Ciò non significa che si debba rinunciare a sviluppare una politica per la chiusura del divario territoriale. Come si è detto, i meridionalisti contemporanei credono ancora che il divario territoriale sia un male, sia perché è una manifestazione di diseguaglianza su larga scala, sia perché costituisce un limite allo sviluppo del Paese. Secondo i proponenti di queste nuove politiche, tuttavia, occorre che esse:

- tengano conto delle nuove e più restrittive condizioni della finanza pubblica;
- enfatizzino l'intervento *ordinario* della pubblica amministrazione;
- massimizzino il ricorso a procedure di mercato nell'incentivazione dell'attività economica.

Per quanto riguarda il primo aspetto, dopo l'ingresso dell'Italia nell'Unione Monetaria Europea – che ha introdotto vincoli più o meno stringenti al *deficit spending* attraverso il Patto di Stabilità e Crescita – e nel nuovo quadro del federalismo fiscale che si affaccia sul nostro Paese è ragionevole immaginare una tendenziale minor disponibilità di risorse pubbliche per l'intervento a favore del Mezzogiorno. Inoltre l'allargamento a 25 paesi dell'Unione Europea significa, *ceteris paribus*, un ulteriore assottigliamento delle risorse pubbliche europee destinate al Mezzogiorno d'Italia: nuove aree depresse bussano alla porta del bilancio UE e le risorse non crescono in modo da favorire tutte le domande. Un po' di *crowding out* è da mettere nel conto.

Con riferimento al secondo aspetto, si può a buon diritto sostenere che in larga misura, il problema attuale del Mezzogiorno è il *mismatch* tra un fabbisogno di istruzione, giustizia, sicurezza, maggiore di quello del Centro-Nord e un'offerta di questi beni pubblici quantitativamente e qualitativamente meno consistente di quella messa a disposizione del Centro-Nord. Il problema annoso del Mezzogiorno, quindi, consiste nel dotarsi di una amministrazione pubblica solida ed efficiente, tendenzialmente più solida ed efficiente di quella del Centro-Nord.

Per quanto riguarda il terzo aspetto, l'intervento di incentivazione potrebbe e dovrebbe mirare a creare le condizioni di contorno necessarie allo sviluppo di aree dense di imprese dalle caratteristiche simili a quelle dei distretti industriali a cui si accennava precedentemente. L'idea dei cosiddetti *Patti territoriali*, ossia azioni concertate a livello locale tra operatori economici privati (imprese, sindacati) e amministrazioni pubbliche per la realizzazione di progetti co-finanziati dal governo centrale, va in questa direzione.

Ovviamente, la realizzazione di queste idee non è in sé difficile ma il loro successo è tutt'altro che assicurato. I fondi messi a disposizione rischiano di essere non spesi. Le istituzioni preposte a gestire queste misure rischiano, come quelle dell'intervento straordinario, di essere "catturate" e volte ad esclusivo vantaggio di *lobby* e consorterie affaristiche.

E' ancora presto per trarre conclusioni dalle esperienze in corso. In altri paesi politiche simili hanno conseguito talvolta successi strepitosi. La speranza è che anche il nostro Mezzogiorno possa essere considerato una *success story* nel prossimo futuro.

3. LA FINANZA PUBBLICA

I risultati di finanza pubblica attesi per il 2004 e le previsioni tendenziali per il 2005 mostrano che si è interrotto il processo di riequilibrio dei conti pubblici. L'indebitamento netto aumenta, l'avanzo primario diminuisce, il risparmio pubblico resta negativo.

Le pagine che seguono illustrano, in primo luogo, il pre-consuntivo del 2004 e le previsioni a legislazione vigente per il 2005. In secondo luogo, discutono gli obiettivi della politica di bilancio, espressi nel Documento di programmazione economico-finanziaria per gli anni 2005-2008. Infine, presentano la manovra finanziaria per il 2005, con riferimento ai principali comparti di entrate e di spese pubbliche.

1. Il pre-consuntivo 2004

Le previsioni di pre-consuntivo del 2004 e le previsioni a legislazione vigente per il 2005 mostrano un'inversione di tendenza nel processo di risanamento dei conti pubblici, che era andato consolidandosi nel corso degli anni '90.

Per quanto riguarda in particolare il 2004 (TAB. 3.1) dal lato delle entrate, la pressione fiscale, al netto delle imposte *una tantum*, sembra rimanere inalterata al 41,2% del PIL; se si considerano le perdite di gettito connesse all'esaurirsi degli effetti dei condoni, si riduce dal 42,8 al 41,8%. Le spese sembrerebbero invece crescere in misura ben superiore al tasso d'inflazione. Le spese correnti al netto degli interessi mostrano una crescita del 4,6%, trainata dagli oneri per il personale in servizio (+6,3%), dalle pensioni (+4,2%) e dalle altre prestazioni sociali (+6,4%). Le spese per interessi crescono del 3,5%. Le spese in conto capitale, che nella contabilità

nazionale sono registrate al netto dei proventi delle dismissioni, si riducono del 10% circa. La spesa complessiva segna un aumento del 3,3%. Va segnalata la crescita della spesa sanitaria, intorno al 10%.

La battuta d'arresto delle entrate e la dinamica sostenuta della spesa hanno prodotto il peggioramento dei saldi del conto delle Amministrazioni Pubbliche. Si stima infatti che l'avanzo primario scenda al 2,4% del PIL (2,9% nel 2003), l'indebitamento netto aumenti al 2,9% (2,4% nel 2003) e il disavanzo corrente (risparmio pubblico negativo) aumenti allo 0,6% del PIL (0,2% nel 2003).

TAB. 3.1: Entrate e spese della P.A. nel 2003 e 2004 (mld euro)

	2003 cons.	2004 pre- cons.	Var. %
Entrate tributarie	386,1	385,7	-0,1
- imposte <i>una tantum</i>	20,2	7,5	-62,9
Contributi sociali	171,0	178,4	4,3
Altre entrate	45,6	50,0	9,6
Entrate totali	602,8	614,0	1,9
Spese correnti netto interessi	512,2	536,0	4,6
- personale	143,6	152,7	6,3
- consumi intermedi	102,3	103,7	1,4
- pensioni	185,2	193,0	4,2
- altre	81,1	86,4	6,5
Interessi passivi	69,3	71,7	3,5
Spese correnti totali	581,5	607,7	4,5
- sanità	81,3	89,7	10,3
Spese in conto capitale	53,1	47,9	-9,8
Spese totali netto interessi	565,3	583,9	3,3
Spese totali	634,6	655,6	3,3
Pressione fiscale (% PIL)	42,8	41,8	
Avanzo primario (% PIL)	2,9	2,4	
Risparmio pubblico (% PIL)	-0,2	-0,6	
Indebitamento netto (% PIL)	2,4	2,9	

Occorre anche ricordare che questi risultati scontano gli effetti della manovra estiva (D.L. n. 156/2004 e D.L. n. 168/2004) posta in essere per correggere l'evoluzione dei flussi di finanza pubblica in corso d'anno, i cui effetti sono stati

ufficialmente valutati in 7,6 miliardi di euro (3,6 di contenimento della spesa, 2 di maggiori entrate tributarie e 2 da provvedimenti amministrativi da attuarsi). Ci sono comunque molte incertezze sui reali effetti dei decreti estivi e, d'altra parte, alcune componenti di spesa, come gli interessi passivi, sembrano crescere a tassi troppo elevati.

2. Le previsioni 2005

Lo scenario tendenziale per il 2005, illustrato nel DPEF 2005-2008, si presenta particolarmente problematico.

Le entrate complessive (TAB. 3.2) crescerebbero solo dell'1,6%, con una ulteriore riduzione di un punto della pressione fiscale.

Le spese complessive aumenterebbero del 4,7%, sulla base delle seguenti ipotesi:

- la spesa di personale incorpora solo gli oneri residui dei contratti 2004-2005;
- il numero dei dipendenti pubblici resta sostanzialmente invariato;
- i consumi intermedi crescono circa un punto e mezzo più del PIL nominale;
- la spesa sanitaria aumenta del 3%;
- le pensioni aumentano intorno al 4%, tenendo conto delle nuove erogazioni, delle cessazioni e delle vigenti regole di adeguamento all'inflazione;
- la spesa in conto capitale tiene conto delle nuove autorizzazioni derivanti dalle precedenti leggi finanziarie, dello stato di attuazione dei progetti intrapresi e dell'ammontare di residui accumulati.

Per effetto della dinamica delle entrate e delle spese si avrebbe una riduzione dell'avanzo primario e un aumento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche. Il primo scenderebbe allo 0,8% del PIL, il secondo aumenterebbe al 4,4% del PIL. Aumenterebbe

anche il disavanzo di parte corrente allo 0,8% del PIL. Per dare un'idea del peggioramento dei conti pubblici, si ricorda che nel 2001 l'avanzo primario era pari al 4,5% del PIL, l'indebitamento netto al 3% e il saldo corrente positivo (risparmio pubblico) pari all'1,1% del PIL.

TAB. 3.2: Previsioni a legislazione vigente, P.A. 2005 (mld euro)

	2005 prev.	Var. % su '04
Entrate tributarie	391,9	1,6
- imposte <i>una tantum</i>	0,4	-94,7
Contributi sociali	184,0	3,1
Altre entrate	48,0	-4,0
Entrate totali	623,8	1,6
Spese correnti netto interessi	555,6	3,7
- personale	155,8	2,0
- consumi intermedi	109,8	5,9
- pensioni	200,5	3,9
- altre	89,5	3,6
Interessi passivi	74,0	3,2
Spese correnti totali	629,6	3,6
- sanità	92,4	3,0
Spese in conto capitale	56,9	18,8
Spese totali netto interessi	612,5	4,9
Spese totali	686,5	4,7
Pressione fiscale (% PIL)	40,8	
Avanzo primario (% PIL)	0,8	
Risparmio pubblico (% PIL)	-0,8	
Indebitamento netto (% PIL)	4,4	

Il realismo delle previsioni a legislazione vigente. Come valutare le previsioni tendenziali? Per quanto riguarda le entrate si osserva che la loro crescita a legislazione vigente sconta il venire meno delle entrate una-tantum. Le altre entrate aumentano in linea con il PIL nominale. Per quanto riguarda le spese, si osserva una crescita molto bassa delle spese di personale (2%), ma anche una crescita molto elevata dei consumi intermedi e delle altre spese (che erano pari nel 2004 a 148,6 miliardi di euro), previste aumentare del 6%, una percentuale davvero molto elevata se confrontata con i risultati degli

ultimi anni. Una crescita ordinaria del 3% avrebbe generato una minore spesa complessiva di circa 4,5 miliardi di euro. Si deve anche rilevare un fortissimo aumento delle spese in conto capitale, legato al fatto che non si prevedono proventi da dismissioni attuate sulla base della legislazione vigente.

In conclusione, sembra ragionevole ritenere che le previsioni di spesa a legislazione vigente, inclusa la spesa per interessi, siano sovrastimate ad eccezione delle spese di personale e delle pensioni.

Lo scenario tendenziale risulta incompatibile con i vincoli europei del *Patto di stabilità e crescita* e richiede pertanto una manovra correttiva, finalizzata al miglioramento dei saldi delle Amministrazioni Pubbliche.

3. Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2005

Il DPEF 2005-2008 illustra gli obiettivi della politica di bilancio per i prossimi quattro anni (TAB. 3.3), che si fondano sull'idea che l'economia italiana (insieme a Francia e Germania) sia caduta in *una sorta di trappola della bassa crescita*, per uscire dalla quale occorrerebbe *una scossa*, lungo tre direttrici: la riduzione strutturale del deficit tendenziale, un programma di sviluppo per l'aumento della competitività e il sostegno dei redditi, l'accelerazione della riduzione del debito pubblico.

TAB. 3.3: Il quadro programmatico 2005-2007 (% del PIL)

	2004	2005	2006	2007
Saldo primario	2,4	2,6	3,3	4,0
Interessi	5,3	5,3	5,5	5,7
Indebitamento netto	2,9	2,7	2,2	1,7
Rapporto debito/PIL	106,0	104,1	101,9	99,3

Per ciò che concerne il primo punto, ovvero la correzione dei flussi di finanza pubblica, gli obiettivi per il 2005 indicano, rispetto al pre-consuntivo 2004, un modesto aumento dell'avanzo primario al 2,6% del PIL, una riduzione altrettanto modesta dell'indebitamento netto e la riduzione di circa due punti del rapporto debito/PIL. Come di consueto, gli obiettivi per il 2006 e oltre appaiono ben più ambiziosi.

La manovra richiesta per il 2005 si colloca sui 24 miliardi di euro, dei quali, sulla base degli accordi con la Commissione europea ed Ecofin, al massimo 7 miliardi provenienti da misure *una tantum* ed i restanti 17 da disposizioni di carattere strutturale.

Il DPEF indica anche alcune linee guida per i provvedimenti da attuarsi con la manovra finanziaria. Poiché ... *è impensabile che queste correzioni strutturali siano indolori ... occorrerà individuare misure economicamente non recessive e socialmente sostenibili. Tuttavia... Scuola, Sanità, Sicurezza e Servizi sociali non avranno a risentire della politica economica del Governo, che privilegia anzi la richiesta di protezione sociale.*

Queste linee di indirizzo dovrebbero concretizzarsi attraverso le disposizioni contenute nella legge finanziaria per il 2005, che ha appena iniziato il suo iter in Parlamento.

4. La manovra per il 2005

La manovra per il 2005 risulterebbe, come si è accennato, di 24 miliardi di euro (TAB. 3.4). Si tratta senza dubbio di una manovra di entità rilevante, che ricorda le correzioni normalmente attuate nel corso degli anni '90.

TAB. 3.4: La manovra finanziaria per il 2005
(mld euro)

	2005
Maggiori spese	0,9
Minori spese	9,2
- pubblico impiego	0,2
- crescita spesa statale al 2%	1,2
- crescita al 2% spesa enti territoriali	1,3
- rideterminazione del Fondo Sanitario	4,3
- conto capitale	2,1
- altre	0,1
Minori spese per interessi	1,5
Maggiori entrate tributarie	5,8
- recupero IVA sui veicoli	0,2
- adeguamento studi di settore	2,1
- ampliamento contribuenti studi di settore	1,2
- lotto	0,3
- accisa sulle sigarette e altre misure	1,1
Dismissioni attivi patrimoniali	7,0
Altri effetti	1,4
Totale manovra	24,0

In particolare, 9,2 miliardi di euro deriverebbero da risparmi di spesa sul bilancio dello Stato e degli enti territoriali e risparmi di spesa in conto capitale nonché dalla riduzione delle risorse (rispetto alla legislazione vigente) per il finanziamento della Sanità. Ulteriori risparmi per 1,5 miliardi di euro si otterrebbero dai minori interessi passivi, connessi alla cosiddetta ristrutturazione del debito pubblico. Dal lato delle entrate, 5,8 miliardi discenderebbero dall'aumento delle entrate tributarie e 7 miliardi dalle dismissioni patrimoniali.

I principi sui quali si fonda la manovra per il 2005 sono enunciati come segue:

- una nuova regola di bilancio, che ne permette la crescita nominale e reale entro tetti prestabiliti, e ne controlla la dinamica in modo trasparente ed equamente distribuito su tutti i capitoli;*
- un deficit esclusivamente destinato a finanziare le spese in conto capitale, in modo da determinare un bilancio corrente in pareggio, come previsto dalla golden rule;*

c. un avanzo primario che favorisce la progressiva e continua riduzione del rapporto debito/PIL.

Vengono di seguito illustrate innanzitutto le disposizioni proposte per controllare la crescita della spesa pubblica.

La regola del 2%. Il DDL finanziaria propone una regola generale (quasi) per la dinamica della spesa pubblica. L'art. 2 del disegno di legge introduce, infatti, per il 2005, il limite del 2% alla crescita della spesa complessiva degli enti che appartengono all'aggregato delle Amministrazioni Pubbliche, rispetto alle previsioni aggiornate del 2004.

Il tetto alla crescita della spesa si applica quindi anche agli stanziamenti di competenza e di cassa del bilancio dello Stato. Sono però escluse dal limite del 2% le categorie più rilevanti di spesa: le spese per gli Organi costituzionali, gli interessi sui titoli di Stato, le prestazioni sociali in denaro, le risorse proprie trasferite all'Unione Europea, le spese per la sanità. Sono escluse di fatto anche le spese per il personale, in quanto previste tendenzialmente crescere esattamente del 2%. Il limite del 2% si applica anche ai contributi pubblici agli investimenti, alle erogazioni del Fondo per le aree sottoutilizzate e del Fondo unico per gli incentivi alle imprese.

Il Patto di stabilità interno. Anche quest'anno il DDL finanziaria contiene delle disposizioni per assicurare il contributo degli enti locali al raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica, il cosiddetto *Patto di stabilità interno*. In proposito, vanno segnalate due importanti novità. In primo luogo, il vincolo sugli enti locali non riguarda come in passato il saldo di bilancio (opportunosamente corretto) ma la spesa complessiva (al netto di alcune componenti, non direttamente sotto il controllo degli enti locali o

disciplinate a parte, quali spese per il personale, per la sanità, acquisizione di partecipazione azionarie, trasferimenti ad altri enti delle Amministrazioni Pubbliche). Il limite alla crescita della spesa è fissato al 4,8% rispetto alle spese sostenute nel 2003. In secondo luogo, sono soggette al vincolo anche le spese in conto capitale. Il vincolo sulle spese d'investimento non è tuttavia categorico; è infatti data agli enti locali la facoltà di sfondare il tetto del 4,8%, ma solo *“per spese di investimento e nei limiti delle maggiori entrate derivanti da maggiorazioni di aliquote e tariffe delle imposte e tasse locali”*.

Sempre per ciò che concerne gli enti locali, vengono proposte misure che consentano il ricorso al credito bancario e all'emissione di prestiti obbligazionari per il finanziamento delle spese d'investimento.

La spesa sanitaria. In primo luogo, il DDL finanziaria fissa il livello complessivo della spesa del Servizio sanitario nazionale, al cui finanziamento concorre lo Stato, in 88,3 miliardi di euro per il 2005, 90 per il 2006 e 91,8 per il 2007. Propone poi che l'accesso delle Regioni al finanziamento integrativo a carico dello Stato (rispetto a quello fissato per il 2004 dall'Accordo Stato-Regioni dell'8 agosto 2001, rivalutato del 2% su base annua a decorrere dal 2005) sia subordinato alla stipula di un'intesa tra Stato e Regioni ai fini del contenimento della dinamica dei costi, attraverso il miglioramento del monitoraggio della spesa sanitaria, la prosecuzione del processo di razionalizzazione della rete ospedaliera, il rispetto del vincolo alla crescita dei costi di produzione nei limiti del 2% annuo (al netto dei costi di personale), l'obbligo di garantire l'equilibrio economico-finanziario delle aziende sanitarie e ospedaliere, mediante forme di verifica trimestrale e, in caso di sconfinamenti, di prevedere appropriate misure

correttive. Sia le Regioni (pena la mancata assegnazione di una quota dei trasferimenti statali per la spesa sanitaria) sia l'Agenzia del farmaco sarebbero infine obbligate a rispettare gli obiettivi sulla spesa farmaceutica.

Norme in materia di personale. Vengono innanzitutto aumentate le risorse per i rinnovi contrattuali a carico del bilancio dello Stato, mentre per le altre amministrazioni restano valide le disposizioni della legge finanziaria per il 2004, secondo le quali *“gli oneri derivanti dai rinnovi contrattuali per il biennio 2004-2005 sono posti a carico dei rispettivi bilanci”*. Si propongono poi norme volte a disciplinare l'assunzione di personale a tempo determinato: per il 2005, la spesa per l'utilizzo di personale a tempo determinato e per contratti di collaborazione coordinata e continuativa non dovrebbe superare (fatte salve le deroghe) la spesa media del triennio 1999-2001. Sarebbe inoltre consentito alle Amministrazioni di procedere, nei limiti e con le procedure fissate in via generale per le assunzioni, alla conversione dei contratti di formazione e lavoro in rapporti di lavoro a tempo indeterminato. Per i soggetti non assunti verrebbe assicurata la proroga dei rapporti in atto sino al 31 dicembre 2005. Per ciò che concerne il personale della scuola, la consistenza numerica del personale docente dell'anno scolastico 2005/2006 dovrebbe essere pari a quella del corrispondente organico determinato per l'anno scolastico 2004/2005.

Altre disposizioni. Altre misure di contenimento della spesa concernono l'intervento pubblico nei casi di calamità naturali. L'intento del legislatore è di sostituire gradualmente l'intervento dello Stato, per lo più di natura contributiva ed indennizzatoria, per danni ad immobili privati in caso di calamità naturali, con l'intervento del

sistema assicurativo. A tal fine, verrebbe estesa obbligatoriamente ai rischi per calamità naturali la polizza antincendio sui nuovi fabbricati, con adeguamento graduale anche delle polizze già in essere. La proposta è di creare un unico consorzio coassicurativo tra le diverse compagnie, garantito dall'intervento dello Stato.

Alle misure proposte per contenere la crescita della spesa pubblica, il DDL finanziaria affianca una serie di disposizioni volte ad aumentare le entrate tributarie, attraverso la cosiddetta *manutenzione degli imponibili*. Si tratta infatti prevalentemente di ampliamenti della base imponibile di alcuni tributi e dell'introduzione di norme per intensificare l'emersione di basi imponibili e combattere i fenomeni di evasione e frode fiscale.

L'aumento delle imposte sui redditi immobiliari. Il DDL finanziaria propone la revisione dei classamenti dei fabbricati, su iniziativa dei Comuni. In primo luogo, verrebbe consentito ai Comuni di richiedere la revisione nell'ambito delle cosiddette micro-zone comunali (porzioni di territorio omogenee), nel caso in cui venga rilevato una divergenza tra valori catastali e valori di mercato, significativamente più elevato dello scostamento medio esistente per l'insieme delle micro-zone comunali. In secondo luogo, verrebbe consentita ai Comuni la revisione del classamento di singole unità immobiliari, prevalentemente destinate ad abitazione, incluse originariamente nelle categorie A3, A4 e A5 (economiche, popolari e ultrapopolari), e commerciali (ad esempio, magazzini e autorimesse trasformate in negozi), ovvero di fabbricati censiti nel catasto terreni, che, a seguito dello sviluppo del tessuto urbano in cui sono inserite, sono diventate di fatto di categoria più elevata. Il legislatore

prevede anche in tal modo di riuscire ad individuare immobili mai dichiarati in catasto.

Il legislatore propone anche una modifica della TARSU (smaltimento e raccolta dei rifiuti solidi urbani), introducendo una soglia minima alla base imponibile: la superficie dichiarata, cui è commisurato l'importo della tassa, non dovrebbe essere inferiore all'80% della superficie catastale. In questo caso, il contribuente sarebbe al riparo da eventuali accertamenti.

Ci sono poi svariate disposizioni che mirano al recupero di imponibili sommersi, anche nel campo della locazione immobiliare, ad esempio l'ampliamento della tipologia di atti nei quali deve essere indicato il numero di codice fiscale e, a decorrere dal 1° aprile 2005, l'obbligo di comunicare all'anagrafe tributaria i dati catastali identificativi degli immobili nei quali è erogato il pubblico servizio, ai fini del controllo della corretta applicazione dei tributi erariali e locali. Si prevede infine l'inasprimento delle sanzioni per la mancata o tardiva presentazione in catasto delle dichiarazioni di nuove costruzioni o di variazioni delle unità immobiliari già censite che abbiano subito mutamento nello stato, consistenza e destinazione.

Norme di contrasto all'evasione dell'IVA. In questo settore, l'azione del legislatore è orientata ad introdurre (o ripristinare) una serie di adempimenti e restrizioni, in modo da contrastare i fenomeni di frode fiscale, soprattutto nell'ambito degli scambi intracomunitari, anche per accogliere una raccomandazione della Commissione dell'Unione Europea. Si propone, ad esempio, la reintroduzione dell'obbligo di presentazione dei cosiddetti "elenchi clienti e fornitori", al fine di permettere all'Amministrazione di effettuare controlli più analitici confrontando i dati del contribuente preso in esame con quelli di altri soggetti; vengono introdotti ulteriori

adempimenti a carico dei soggetti che effettuano acquisti intracomunitari di autoveicoli e motoveicoli (comunicare anche il codice fiscale del fornitore e il numero di telaio del mezzo se esistono precedenti passaggi interni di proprietà), allo scopo di realizzare una “tracciatura” degli autoveicoli, dei motoveicoli e dei rimorchi, di provenienza intracomunitaria, nuovi o considerati tali dalla normativa fiscale; si introduce l’istituto della *solidarietà passiva* nel pagamento dell’imposta; infine, si propone la riduzione del volume d’affari stabilito per l’esonero dalla presentazione in via telematica delle dichiarazioni da 50 milioni di lire a 10 mila euro, ampliando il numero dei soggetti che dovranno necessariamente effettuare la presentazione telematica delle dichiarazioni.

Altri aumenti di imposte. Accanto alle misure che mirano a contrastare l’evasione fiscale, vi sono disposizioni di aumento del prelievo. Verrebbe aumentato il prelievo sulle società cooperative e loro consorzi, attraverso l’espansione della base imponibile (resterebbero escluse le cooperative sociali che svolgono attività rivolte alle persone svantaggiate); b) aumentata l’aliquota di base della tassazione dei tabacchi lavorati; c) aumentato il prelievo complessivo gravante sul Lotto, con un innalzamento delle ritenute sulle vincite dal 3% al 10%.

La pianificazione fiscale concordata. Non poteva mancare neanche in questo DDL finanziaria qualche disposizione affine al condono. Verrebbe infatti introdotto, a decorrere dal 1° gennaio 2005, l’istituto della *pianificazione fiscale concordata*. Si legge nella Relazione di accompagnamento che ... *La finalità dell’istituto consiste nell’affiancare ad un’attività di accertamento che utilizza gli esiti*

degli studi di settore per il controllo dei ricavi dichiarati, e quindi dei redditi imponibili, un’attività persuasiva finalizzata a determinare anticipatamente i redditi di un triennio, consentendo certezza di gettito per l’erario e la possibilità di pianificare la variabile fiscale per le aziende ed i professionisti. I soggetti interessati sono i titolari di reddito di impresa e gli esercenti arti e professioni, nei cui confronti trovano applicazione gli studi di settore (soggetti con volume d’affari entro i 5 milioni di euro)¹. La *pianificazione fiscale concordata* si concretizza nella definizione per un triennio della base imponibile tipica dell’attività svolta, senza quindi tenere conto di eventuali aumenti o riduzioni di reddito di natura straordinaria. Il contribuente che aderisce alla proposta si impegna a dichiarare il reddito definito per ogni singolo anno del triennio ed in contropartita ottiene l’inibizione dei poteri di accertamento (sia analitici che presuntivi) per ciò che concerne la gestione dell’attività tipica, l’assoggettamento ad aliquota agevolata degli eventuali maggiori imponibili tipici dichiarati, rispetto a quelli oggetto del concordato; la non debenza dei contributi previdenziali per la parte di reddito tipico eccedente quello concordato. Resterebbero inalterati gli obblighi di certificazione dei ricavi (fatture, scontrini fiscali e ricevute) poiché il contribuente, al termine del triennio, anche in ragione dell’andamento dei suoi ricavi, può stipulare un nuovo accordo per il triennio successivo.

¹ Non sarebbero ammessi invece al concordato preventivo triennale i soggetti che si sono avvalsi dei regimi forfetari di determinazione dell’imponibile o dell’imposta, per il periodo d’imposta in corso al 1° gennaio 2003; che non erano in attività al 1° gennaio 2002; che hanno dichiarato ricavi di importo superiore a 5.164.569,00 euro nel periodo d’imposta in corso al 1° gennaio 2003; che non hanno presentato la dichiarazione ai fini delle imposte sui redditi per i periodi d’imposta 2002 e 2003.

Sempre in materia di redditi da lavoro autonomo, il DDL finanziaria propone modifiche alla disciplina degli studi di settore, in particolare la revisione quadriennale - d'intesa con le associazioni professionali e di categoria - e l'aggiornamento annuale sulla base delle elaborazioni dell'ISTAT, per tenere conto dei mutamenti che intervengono nei diversi settori di attività (introduzione di nuovi processi produttivi, individuazione di nuove aree di mercato, innovazioni tecnologiche).

Si vorrebbe anche reintrodurre la fattispecie di reato di omesso versamento di ritenute operate e certificate, già prevista dal D.L. n. 429 del 1982.

Norme sul demanio e patrimonio pubblico.

Aumenti di entrate dovrebbero derivare dalle disposizioni concernenti il patrimonio immobiliare dello Stato. Si prefigura innanzitutto l'autorizzazione all'Agenzia del demanio a vendere in blocco terreni e immobili, sui quali lo Stato non ha la disponibilità totale. Si propongono poi norme per regolare il trasferimento, a titolo oneroso, ai Comuni, che ne facciano richiesta, di aree di proprietà statale interessate da opere di urbanizzazione. Si prevede che il Ministero della difesa individui - entro il 30 aprile 2005 - immobili da dismettere in favore dell'Agenzia del demanio in quanto inutili per i fini istituzionali del Ministero. Infine, si ipotizza la cessione, a prezzo di mercato, a società controllate direttamente o indirettamente dallo Stato, di tratti della rete stradale nazionale suscettibili di assoggettamento a tariffa.

Infine, il DDL finanziaria prevede disposizioni che prorogano numerose misure agevolative in materia di IRPEF, IVA e IRAP.

5. Valutazioni e commenti

I principali punti critici della manovra per il 2005 riguardano le misure per il contenimento della spesa pubblica, prima fra tutte la *regola del 2%*, non tanto per ricordare che non si tratta di una novità (l'imposizione di tetti di crescita programmata alla spesa pubblica ha caratterizzato buona parte delle manovre degli anni '80, invero con scarso successo), quanto per entrare, ove possibile, nel merito del meccanismo e cercare di capire come funziona nella sua applicazione pratica.

TAB. 3.5: Il bilancio programmatico dello Stato (mld euro)

	Bilancio assestato 2004	2005	Var. %
Entrate tributarie	340,9	352,9	3,5
Altre entrate	31,8	32,5	2,2
Entrate finali	372,7	385,4	3,4
Spese corr. netto inter.	310,4	323,2	4,1
Interessi	74,9	71,2	-4,9
Spese c/ capitale	44,4	41,0	-7,6
Spese totali	429,6	435,4	1,3

Un primo esempio è l'applicazione della regola al bilancio dello Stato. La TAB. 3.5 illustra il bilancio programmatico dello Stato per il 2005, a confronto con le previsioni assestate per il 2004, integrate con gli effetti della manovra estiva. Si osserva che il tasso di crescita delle spese correnti al netto degli interessi è programmato al 4,1%, una crescita superiore a quella della stessa spesa a legislazione vigente dell'intero aggregato delle Amministrazioni Pubbliche. La cosa non stupisce se si considera che la *regola del 2%* fa riferimento alla spesa complessiva (di parte corrente e in conto capitale) e se si tiene conto di quanto sia limitato, nell'ambito della spesa corrente, il suo campo di applicazione. La riduzione del tasso di crescita della spesa complessiva del bilancio

dello Stato discende invece dalla riduzione della spesa per interessi e delle spese in conto capitale. I tagli colpiscono dunque i settori meno rigidi, come le spese d'investimento o i trasferimenti in conto capitale.

TAB. 3.6: I conti programmati per la P.A.
(mld euro)

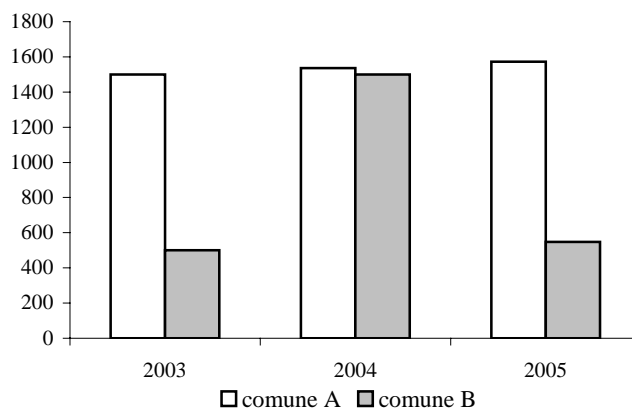
	2004 precons.	2005 program.	Var. %
Entrate tributarie	385,7	397,7	3,1
Entrate totali	614,0	629,6	2,5
Spese corr. netto inter.	536,0	549,4	2,5
Interessi	71,7	72,5	1,1
Spese conto cap. al netto dismissioni	47,9	47,8	-0,2
Spese totali	655,6	669,7	2,1

La TAB. 3.6 illustra i conti programmati per l'aggregato delle Amministrazioni Pubbliche, ottenuti correggendo le previsioni a legislazione vigente con gli effetti attesi dalla manovra proposta. Dal confronto con il bilancio programmatico dello Stato, emerge in primo luogo che anche le entrate tributarie del complesso della P.A. crescono intorno al 3-3,5%. Per quanto riguarda invece la spesa, si osservano tassi di variazione molto diversi. Le spese per interessi, che nel bilancio dello Stato si riducono del 4,9%, per la P.A. crescono dell'1,1%. Le spese correnti al netto degli interessi crescono del 4,1% nel bilancio dello Stato e solo del 2,5% per la P.A.. Le spese in conto capitale che sul bilancio dello Stato si riducono del 7,6%, per l'intera P.A. si riducono solo dello 0,2%. Il contrasto nella impostazione programmatica presente nei conti dello Stato e nei conti della P.A. rappresenta un aspetto anomalo e contraddittorio della manovra, che sarà ripreso più avanti.

Molte perplessità solleva anche l'applicazione della regola al comparto degli enti locali,

nell'ambito del *Patto di stabilità interno*, con un tetto del 4,8% alla crescita della spesa complessiva rispetto a quella effettuata nel 2003. Se nel 2004 le spese soggette al Patto crescessero in linea col tasso d'inflazione, nel 2005 ci sarebbe un margine di incremento del 2% circa (questa è l'ipotesi implicitamente assunta), ma se si registrasse a consuntivo una crescita superiore? Nel 2003 le spese complessive degli enti locali (comuni e province) sono aumentate del 6% circa rispetto al 2002; quelle correnti del 4,5% e quelle in conto capitale dell'8,3%. Se nel 2004 crescessero in linea con le spese complessive dell'intera Pubblica Amministrazione, resterebbe un margine solo dell'1,5%, realisticamente molto basso. Come è stato già sottolineato, il tetto del 2% per gli enti locali riguarda anche le spese d'investimento, che invece erano escluse dalle precedenti versioni del *Patto di stabilità interno*.

FIG. 3.1: Effetti del Patto di Stabilità interno sugli Enti locali



Questo crea non pochi problemi, se si considera che le spese in conto capitale hanno un profilo molto meno regolare delle spese correnti. Si tratta di una regola iniqua perché avvantaggia gli enti che nel 2003 hanno speso di più. Un esempio può essere utile a chiarire la questione. Si considerino due comuni, che, *ceteris paribus*,

nel 2002 abbiano programmato di costruire una scuola, il primo nel 2003 e il secondo nel 2004. Si ipotizzi che nel 2003 la spesa d'investimento del primo comune sia risultata di 1500 e quella del secondo pari a 500; si ipotizzi anche che nel 2004 la spesa del primo comune cresca del 2% circa e la spesa del secondo comune salga a 1500. Nel 2005 il primo comune potrà continuare a spendere un ammontare di risorse in linea con gli anni precedenti, mentre il secondo comune dovrà drasticamente ridimensionare i suoi piani di spesa (FIG. 3.1), a meno di non aumentare le tasse e le tariffe locali (si ricorda che lo sfioramento è consentito solo per le spese in conto capitale finanziate con aumenti di entrate proprie).

TAB. 3.7: Spese in conto capitale autorizzate con la L.F. per il 2000 e per il 2005* (mld euro)

	2000-2002	2005-2007
Bilancio dello stato	2,7	3,9
Articolato legge finanziaria	5,8	-2,0
Tabella B	5,0	1,4
Tabella D	18,2	24,9
Programmi comunitari	10,3	4,1
Totale	42,0	32,3

Nota: (*)La tabella B contiene gli importi disponibili per future leggi su programmi d'investimento, la Tabella D contiene il rifinanziamento di norme recanti interventi di sostegno dell'economia classificati tra le spese in conto capitale.

Restando in tema di investimenti, un altro aspetto critico della legge finanziaria concerne le nuove spese in conto capitale autorizzate per il triennio 2005-2007. La TAB. 3.7 pone a confronto le risorse destinate a nuovi investimenti dalla legge finanziaria varata nel dicembre 1999, e quindi a valere sul triennio 2000-2002, con quelle proposte dalla legge finanziaria per il 2005, che valgono per il triennio 2005-2007.

Per il triennio 2005-2007 si autorizzerebbero nuovi investimenti per circa 32,3 miliardi di euro, a fronte dei 42 miliardi del triennio 2000-

2002. Se si tiene conto dell'inflazione, le risorse destinate agli investimenti subiscono una riduzione del 36% circa in termini reali, rispetto al triennio 2000-2002.

Come funziona in pratica la *regola del 2%*?

Si è osservato che le spese correnti al netto degli interessi crescono del 4,1% nel bilancio programmatico dello Stato. Le spese per pensioni, d'altro canto, sono previste crescere del 3,9%. L'insieme delle due componenti cresce del 4% e rappresenta circa i tre quarti della spesa complessiva della P.A.. Si è poi osservato che per la P.A. nel suo complesso è stato programmato un tasso di crescita della spesa corrente al netto degli interessi pari al 2,5%. Come si conciliano le due cose? A che condizioni sono compatibili? Perché le spese correnti al netto degli interessi della P.A. crescano nel 2005 solo del 2,5% è necessario che le spese diverse da quelle del bilancio dello Stato e dalle pensioni si riducano almeno dell'1%.

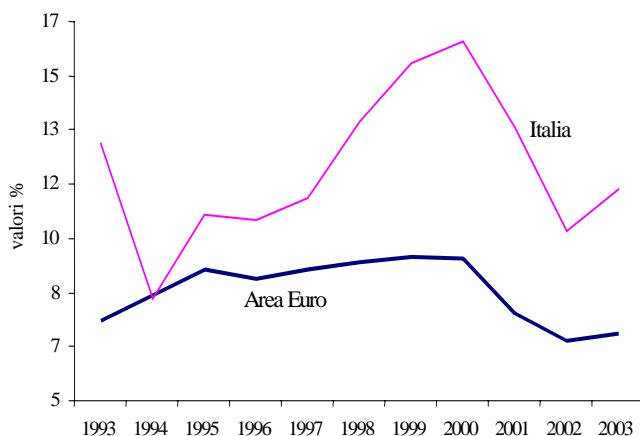
L'applicazione della *regola del 2%* sembra quindi possedere un forte contenuto redistributivo tra programmi di spesa (si riducono gli investimenti per consentire la crescita della spesa corrente) e tra centri di spesa (aumentano le spese dello Stato e del sistema pensionistico, si riducono le spese degli enti territoriali).

4. LE OFFERTE DI AZIONI E I MERCATI AZIONARI

Negli ultimi anni il mercato delle offerte di azioni ha avuto andamenti alterni, legati allo stato di salute delle imprese, alle condizioni di mercato e all'andamento del ciclo economico.

Gli utili delle imprese europee e il loro grado di indebitamento, rispetto ad una situazione negativa che ha caratterizzato il 2001 e 2002, sono migliorati negli ultimi trimestri lasciando intravedere ulteriori potenziali positivi sviluppi.

FIG. 4.1: Margine EBIT

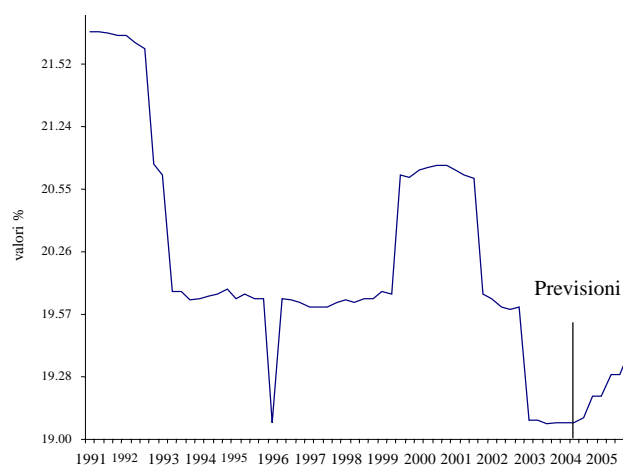


Fonte: Datastream, IBES, ML Equity Strategy.

Sotto il profilo dell'utile operativo, la situazione attuale delle imprese europee può essere paragonata a quella del periodo immediatamente precedente la forte crescita dei mercati azionari che ha caratterizzato la seconda metà degli anni Novanta. L'evoluzione nell'ultimo decennio degli utili operativi delle imprese nell'area dell'euro (FIG. 4.1) mostra una crescita fino al 1999 ed una successiva repentina caduta che si è protratta fino al secondo semestre del 2002, a partire dal quale si registra un recupero della

redditività. Pur in ripresa, l'attuale livello degli utili delle imprese europee è ancora inferiore a quello riscontrato nel corso degli anni Novanta. Per le imprese italiane, l'evoluzione degli utili nel medesimo periodo appare in parte differenziata, con una più marcata ripresa della redditività nel corso del 2003.

FIG. 4.2: Rapporto investimenti/PIL nell'area Euro

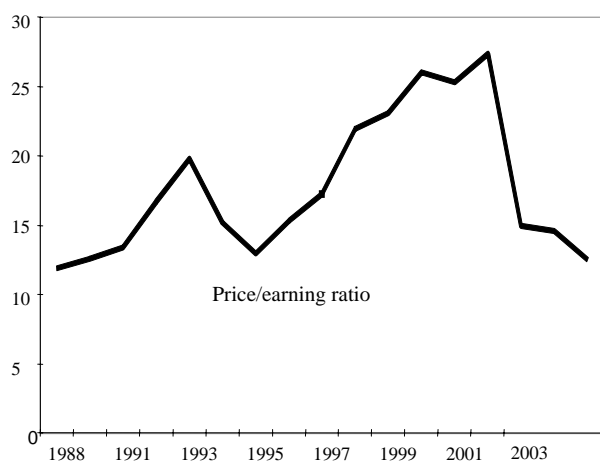


Fonte: Eurostat.

Un secondo indicatore dello stato di salute delle imprese è dato dal livello dei loro investimenti. La FIG. 4.2 evidenzia la drastica e rapida caduta degli stessi (in rapporto al PIL) a partire dal 2001 (ossia dopo l'esplosione della bolla speculativa nei mercati azionari). Il rapporto investimenti/PIL ha evidenziato negli ultimi tre anni un'evoluzione simile a quella che si era verificata negli anni immediatamente successivi al 1992. In entrambi questi periodi tale rapporto è passato da valori compresi tra il 20,6 e il 21,7% a valori di poco superiori al 19%; le previsioni macro indicano tuttavia per l'anno in corso e per il prossimo una probabile modesta ripresa.

Sul futuro delle imprese pesa anche la debolezza delle esportazioni causata dalla forza dell'euro e dall'incertezza circa l'evoluzione del prezzo del petrolio; a quest'ultimo proposito si rileva che le aziende manifatturiere, nelle condizioni di stagnazione della domanda di consumi che caratterizza l'economia europea, non hanno ancora pienamente ribaltato sui prezzi dei prodotti finali il rialzo del costo delle materie prime.

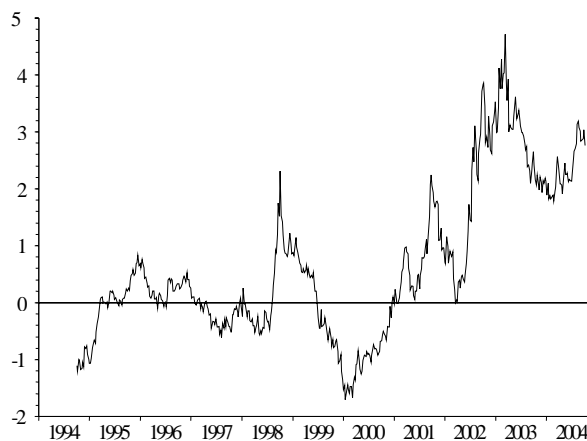
FIG. 4.3: Il p/e ratio in Europa



A partire dalla metà del 2002 le quotazioni di borsa sono in crescita. E' questo un trend ancora sostenibile? Il rapporto tra prezzi e profitti (il *price/earning ratio*) è oggi al di sotto del suo valore medio degli ultimi 15 anni (FIG. 4.3) Ciò potrebbe farci attendere un aumento delle quotazioni; tuttavia bisogna tenere conto che, negli anni caratterizzati dalla bolla speculativa, tutti i principali indicatori di mercato si posizionavano notevolmente al di sopra dei valori medi e non è detto che i valori del rapporto p/e di quegli anni possano ritenersi rilevanti per misurare le tendenze di lungo periodo.

Un'ultima considerazione può essere fatta in relazione all'andamento del premio per il rischio legato all'investimento in azioni nel mercato europeo. La FIG. 4.4 evidenzia come tale valore fosse negativo negli anni 1999 e 2000 (ossia, non si richiedeva alcun premio aggiuntivo per gli investimenti in azioni). Attualmente, al contrario, il mercato richiede un premio per il rischio nell'intorno di 2,5-3 punti percentuali.

FIG. 4.4: Premio per il rischio sul mercato europeo

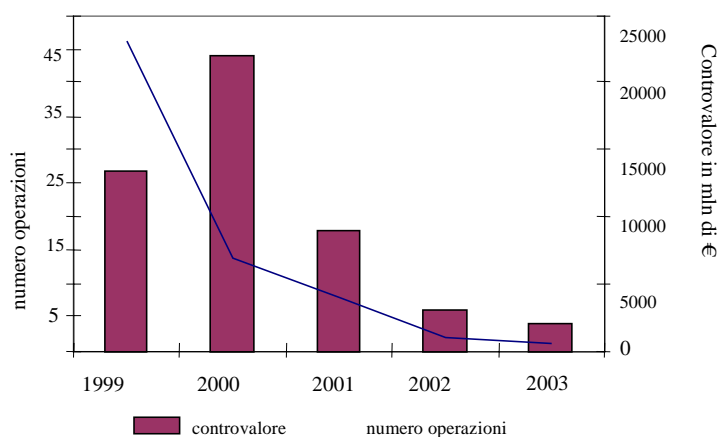


1. Le IPO in Italia e in Europa negli ultimi 5 anni

Negli anni 1999 e 2000 in Europa sono state realizzate numerose offerte finalizzate alla quotazione di borsa. Negli anni successivi si è assistito ad una diminuzione generalizzata, particolarmente significativa in Germania e in Gran Bretagna. Anche in Italia, dopo la forte espansione del 1999 e del 2000, si è assistito a un drastico ridimensionamento del numero di operazioni e di denaro raccolto (FIG. 4.5).

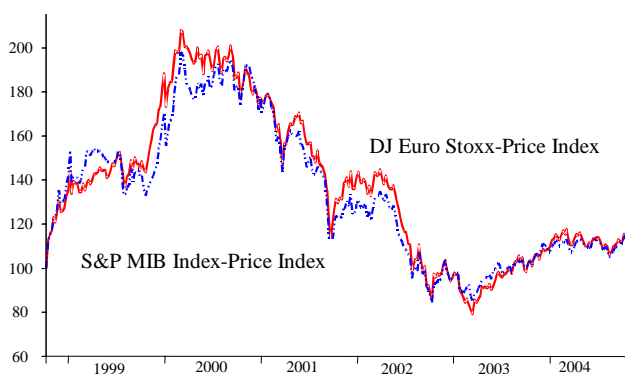
FIG. 4.5: IPO effettuate in Italia

(n. operaz. e controvalore in mln. di euro)



Fonte: Consob.

E' noto che il numero di IPO aumenta sensibilmente nelle fasi di forte incremento dei corsi azionari. La FIG. 4.6 mostra l'andamento degli indici Euro Stoxx e S&P/Mib dal 1999: alla rapida crescita degli anni 1999 e 2000 ha fatto seguito una graduale contrazione dei prezzi fino ai primi mesi del 2003, dopodiché gli indici hanno mostrato un'inversione di tendenza. Non è però ovvio che questa ripresa delle quotazioni sia sufficiente per generare anche una ripresa delle operazioni di offerta finalizzate alla quotazione nei mercati regolamentati.

FIG. 4.6: Gli indici DJ Eurostoxx e S&P/MIB


Fonte: Datastream.

Parallelamente anche la capitalizzazione di borsa è cresciuta, ancorché non di molto (da 458 a 487 miliardi di euro dal 2002 al 2003) grazie soprattutto alla ripresa dei corsi. Ne è derivato un lieve aumento del rapporto capitalizzazione/PIL (ora pari al 37,3%, che resta peraltro ben inferiore al valore massimo del 70,2% raggiunto nel 2000) (TAB. 4.1). La distanza che separa l'Italia dai principali paesi europei rimane quindi molto rilevante.

TAB. 4.1: Principali indicatori di Borsa Italiana

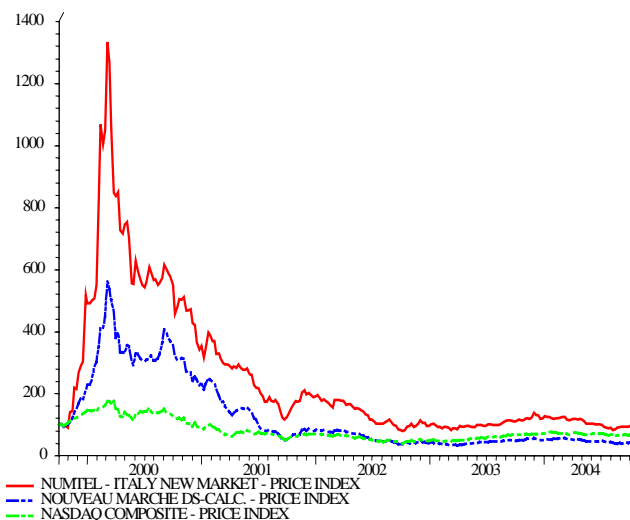
	2000	2001	2002	2003
Società quotate (numero)	291	288	288	271
di cui: al NM	39	44	44	41
capitalizzazione (in mld di euro)	818,4	592,3	458,0	487,4
di cui: al NM	22,2	12,5	6,4	8,3
in % al PIL	70,2	48,6	36,3	37,3

Fonte: Banca d'Italia.

Una particolare attenzione merita il Nuovo Mercato, visto che numerose operazioni sono state effettuate su questo mercato in Italia e nei mercati analoghi all'estero. Il Nuovo Mercato, lanciato da Borsa Italiana nel 1999 come mercato dedicato a titoli caratterizzati da alta crescita, alto rischio ed alto potenziale di rendimento, vedeva quotate solo 6 società nel 1999, alle quali se ne sono aggiunte 34 nel 2000; nel 2001 se ne sono aggiunte altre 5; nel 2003 il numero delle società quotate sul NM si è ridotto di qualche unità. Questa evoluzione del listino sottolinea ancora una volta come l'ammissione alla quotazione e le offerte di azioni ad essa finalizzate avvengono nelle fasi particolarmente positive del mercato e contribuiscono a sostenerne lo sviluppo: infatti, l'indice Numtel ha raggiunto il suo valore massimo nel marzo 2000 a cui ha corrisposto una capitalizzazione del mercato pari a circa 27 miliardi di euro. Da quella data è poi iniziata la fase di discesa,

culminata nell'ottobre 2002 quando l'indice Numtel ha segnato il suo valore minimo ed una capitalizzazione di appena 7,5 miliardi di euro.

FIG. 4.7: Gli indici dei principali mercati tecnologici



Fonte: Datastream.

Dall'ottobre del 2002 il Nuovo Mercato ha mostrato un andamento costante, alla ricerca di un recupero di credibilità, ostacolato peraltro dalla crisi di fiducia e dagli scandali finanziari di fine 2003. L'andamento evidenziato dal Nuovo Mercato è comune ai principali mercati dedicati ai titoli TMT (Tecnologia, Media, Telecomunicazioni), in particolare al Nouveau Marché e al Swiss New Market e, anche se in misura molto più moderata, al Nasdaq (FIG. 4.7)¹. Tali andamenti sono stati determinati da sopravvalutazioni in fase di IPO dovute al fatto che molte società legate allo sviluppo e alla diffusione di Internet e molte società del settore IT avevano progettato *business plan* esageratamente ottimistici. Si sono avute sovrastime della penetrazione/diffusione di

Internet, distorte ipotesi di crescita di nuovi modelli di business legati a questo segmento (come, ad esempio, la pubblicità *on-line*) e sovrastime dello sviluppo e diffusione dei servizi IT. Va peraltro considerato che in molti casi per le società oggetto di IPO non si disponeva di dati di bilancio sulla base dei quali operare confronti con dati di altre società: ad esempio, indicatori come EBITDA, Ebit e risultati netti erano negativi. Il mercato successivamente non è stato più disposto a pagare premi, in termini di maggiori multipli, anche a causa di una generalizzata sfiducia e della bassa visibilità sulle potenzialità di sviluppo dei business e delle società innovative.

2. Fattori esplicativi

Dall'esame delle performance delle società ammesse alla quotazione si evidenzia l'ampio e generalizzato ridimensionamento delle valutazioni effettuate al momento dell'IPO; la discesa delle quotazioni è proseguita negli ultimi mesi e la volatilità è rimasta elevata, mantenendo consistente il grado di rischio del mercato. Ovviamente l'elevata volatilità che contraddistingue questi mercati incide negativamente soprattutto sulla scelta del timing delle IPO, inducendo le imprese ad attendere fasi di maggiore stabilità.

Tra le ragioni del ridimensionamento delle offerte di azioni negli ultimi quattro anni va innanzitutto ricordato che il ricorso al mercato da parte delle imprese è storicamente legato all'evoluzione delle quotazioni, nel senso che le imprese sembrano sfruttare le fasi di rialzo dei corsi per acquisire risorse a titolo di capitale a prezzi "vantaggiosi", consapevoli del fatto che

¹ Significativo è il caso della chiusura del Neuer Markt tedesco.

spesso non corrispondono al “vero” valore dell’impresa².

In secondo luogo, il venir meno del ricorso al mercato da parte delle imprese negli anni più recenti sconta (oltre che l’incertezza geo-politica che ha colpito i mercati internazionali in seguito al conflitto in Iraq) anche la crisi di fiducia generata dai casi di default Cirio e Parmalat, precedentemente accompagnati dai casi di occultamento del *true value* delle imprese e di irregolarità contabili e gestionali accaduti soprattutto negli Stati Uniti.

Tra i fattori che hanno generato lo scarso ricorso al mercato da parte delle imprese non è estraneo l’andamento particolarmente debole negli ultimi anni dell’attività economica, con il riferimento sia agli investimenti che alle altre componenti della domanda.

Nel corso del 2004 si prevede che il PIL crescerà dell’1,9%, mentre nel biennio 2005-2006 è previsto un tasso di espansione superiore al 2%. Si tratta di tassi di crescita molto modesti.

Anche il costo del capitale potrebbe aver indotto le imprese a ricorrere a fonti alternative, segnatamente al prestito bancario.

Un primo indicatore del costo dell’equity è rappresentato dal rapporto *dividend-yield*, ovvero dal rapporto fra i dividendi e i prezzi di mercato. Dopo i minimi raggiunti nei primi anni ’90, il costo del capitale in effetti ha mostrato una rilevante crescita, dovuta essenzialmente al calo delle quotazioni.

A fronte dell’aumento del costo del capitale, si è avuta una cospicua riduzione dei tassi sui prestiti

bancari che, per le società non finanziarie, si sono progressivamente ridotti fino al 3,37% nell’agosto di quest’anno.

La contemporaneità dell’aumento del costo del capitale azionario e della riduzione del costo dell’indebitamento bancario, insieme con il mantenimento di bassi tassi sul mercato delle obbligazioni, possono aver disincentivato le imprese dal ricorrere al mercato del capitale di rischio.

Non va poi sottaciuta l’importanza del canale interno (fra cui l’autofinanziamento ed il private equity) quale forma alternativa di finanziamento: i dati a disposizione sembrano mostrare una sensibile crescita di tali forme di finanziamento che, quindi, possono aver contribuito a “sostituire” il finanziamento proveniente dal canale borsistico.

Il miglioramento degli utili societari ha ridotto il fabbisogno di finanziamenti esterni delle imprese. Un’indagine condotta dalla BCE sul credito bancario nell’area dell’euro conferma infatti il maggiore ricorso delle imprese all’autofinanziamento, che ha consentito di ridurre il ricorso ai finanziamenti esterni.

Con riferimento al private equity³, nel corso degli ultimi 5 anni si riscontra una buona tenuta del settore, anche se nel 2003 sono state effettuate meno operazioni (336 operazioni nel 2003 contro 646 nel 2000) e in un numero inferiore di società (266 contro 490). Nel confronto europeo, l’Italia si colloca nelle prime posizioni dopo la Francia e prima della Germania. Ai fini del presente lavoro, peraltro, rileva inoltre che più della metà del numero degli investimenti effettuati (il 52% nel 2003 contro il 36% nel 2000) hanno riguardato

² Vale la pena di ricordare che l’evoluzione negativa delle quotazioni non solo ha frenato le nuove ammissioni ma ha persino determinato il *buy back* di titoli collocati da poco sul mercato, talvolta con il conseguente delisting.

³ AIFI, *Il mercato italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2003*, disponibile sul sito www.aifi.it.

operazioni di espansione dell'attività, e solo il 19% operazioni in fase iniziale (contro il 53% nel 2000). Anche la ripartizione per settori conferma il maggior interesse per settori tradizionali: 69 operazioni nel 2003 sono state effettuate nella produzione e servizi industriali, 63 nel manifatturiero complessivamente pari al 50% delle operazioni, mentre il rimanente 50% si è distribuito su numerosi altri settori. Il settore TLC tuttavia ha rappresentato solo il 7% del totale 2003 in termini di numero di operazioni, ma ben il 31% con riferimento all'ammontare, mentre nel 1998 la quota era pari all'11% per numero di operazioni e al 15% per ammontare. Nel primo semestre del 2004 le operazioni di investimento realizzate sono state 115, in calo del 22% rispetto allo stesso periodo del 2003, ma il controvalore complessivo è salito a 639 milioni di euro, in crescita dell'8%. La maggior parte delle risorse (54%) si è concentrata nelle operazioni di *buy out* (l'acquisizione di un pacchetto di maggioranza o totalitario di una impresa), anche se il numero è diminuito a 10 operazioni da 19 dello scorso anno. Sono ripresi gli investimenti in *start-up*, dove sono stati investiti complessivamente 86 milioni euro, una cifra superiore a quella di tutto il 2003. Nel rapporto con gli altri mercati europei, più dinamici del nostro, l'Italia sconta la maggior debolezza delle imprese di medie dimensioni, quelle che rappresentano il target di elezione di questo segmento di mercato⁴.

⁴ È interessante ricordare, fra le varie proposte dell'Aifi, la costituzione di fondi di *turnaround*, ovvero di fondi che entrano nel capitale di aziende in crisi al fine di riportarle sul mercato, che potrebbero contribuire a superare taluni limiti della normativa fallimentare nazionale.

In sintesi, i fattori che influenzano lo sviluppo delle IPO riguardano: (a) il mercato; (b) le condizioni di domanda e (c) le condizioni di offerta. In prospettiva storica si può dire che:

- l'andamento dei mercati ha trascinato le IPO e continuerà probabilmente a farlo, dal momento che se i mercati crescono anche le IPO crescono;
- sul lato della domanda, si rileva per il passato e in prospettiva una forte disponibilità ad investire da parte degli investitori istituzionali, a fronte di un andamento oscillante del grado di fiducia;
- sul lato dell'offerta, il leggero miglioramento prospettico delle condizioni economiche dovrebbe spostare da negativo a moderatamente positivo l'*outlook* per le IPO. Resta sempre, in prospettiva come nel passato, un *outlook* nel quale i bassi tassi d'interesse e le disponibilità di credito eserciteranno un effetto di drenaggio sulle future IPO.

3. Criteri di valutazione delle imprese verso la quotazione

L'esperienza maturata negli anni dell'euforia dei mercati ha imposto al sistema finanziario domestico ed internazionale un notevole salto di qualità nel processo di analisi e valutazione delle diverse realtà aziendali e nelle scelte di investimento. La scelta dei criteri e dei parametri di valutazione è diventata più ampia ed articolata basata sul *track record* storico, sull'analisi qualitativa e quantitativa.

Con riferimento al *track record*, una buona percentuale di società quotate ha ora vari anni di quotazione e di operatività che consente agli analisti/investitori di formulare giudizi e valutazioni anche sull'evoluzione dei risultati ottenuti. L'esame si può concentrare sull'analisi storica dell'evoluzione dei risultati in termini di

ricavi, EBITDA, utile netto, evoluzione della posizione finanziaria netta e della generazione di cassa operativa (*cash burn rate*), sull'affidabilità e sostenibilità degli obiettivi indicati dal management con particolare riferimento alla strategia di sviluppo, alla crescita per acquisizioni e all'espansione su mercati esteri.

L'analisi qualitativa si può estendere ad una serie di parametri fra i quali: la qualità del management, la cosiddetta *swot analysis* (*strengths/weakness/opportunities/threats*), la qualità della comunicazione finanziaria, l'adozione di chiari e trasparenti principi di corporate governance, la sostenibilità ed affidabilità degli obiettivi del management, l'adozione di piani di stock option e di incentivazione del management, l'esistenza di progetti di *buy back*.

L'analisi quantitativa comprende la definizione del business plan che, nel caso di *start up* o società innovative dal punto di vista del modello di business, dovrà essere elaborato con particolare attenzione alle ipotesi di crescita cercando di analizzare anche il trend di operatori o business comparabili, come pure la definizione di un modello dei multipli di mercato che rimane comunque fondamentale nelle valutazioni e che richiede un adeguato paniere di titoli comparabili al fine di consentire il confronto fra diverse prospettive di crescita e diverso posizionamento competitivo.

4. Tendenze più recenti e prospettive

Il numero di IPO sta lentamente e a fasi alterne riprendendo nei principali paesi industrializzati. Negli Stati Uniti in particolare si è assistito ad una ripresa nel primo semestre dell'anno, a cui ha fatto seguito un periodo di incertezza con numerose operazioni ritirate o rinviate. Il numero delle operazioni rinviate infatti è stato

fra i più elevati degli ultimi 4 anni, mentre circa il 46% delle IPO in questo periodo hanno visto la fissazione di un prezzo di offerta al di sotto del livello inizialmente stimato a causa dell'incertezza geopolitica internazionale e del quadro macroeconomico.

Sul mercato americano quest'anno ha avuto un effetto "distorsivo" l'IPO effettuata dal motore di ricerca "Google", sia per le dimensioni, poiché ha assorbito ingenti disponibilità, sia da un punto di vista tecnico, nel senso che ha escluso di fatto dalla partecipazione del consorzio numerose banche consentendo la sottoscrizione diretta da parte degli investitori, senza quindi avvalersi degli intermediari. Ci sembra tuttavia si tratti di un caso isolato e destinato almeno nel breve a rimanere tale. L'esclusione – peraltro parziale – delle banche dal processo di collocamento/emissione ci sembra allo stato attuale molto difficile da ipotizzare per la complessità della procedura (che richiede uno specifico *know how*⁵), ma soprattutto per la necessaria credibilità dell'impresa emittente e del fondamentale ruolo di "garanzia" che l'intermediario svolge.

Il rinvio delle offerte a data successiva è stato determinato anche dalla performance delle borse, che nei mesi estivi hanno mostrato un rallentamento. Nei primi nove mesi del 2004 comunque i volumi e i proventi delle IPO negli Stati Uniti sono superiori a quelli registrati nel 2003⁶.

Con riferimento all'intervento degli intermediari nel processo di emissione, è interessante ricordare le recenti proposte della SEC che, al fine di una maggiore trasparenza, dovrebbero

⁵ Cfr. A. Banfi, D. Zucchelli, *I titoli azionari e le offerte di azioni*, in A. Banfi (a cura di), *I mercati e gli strumenti finanziari*, Isedi 2004.

⁶ Fonte Dealogic, secondo la quale si stanno preparando 162 operazioni che dovrebbero raccogliere sul mercato 31,4 miliardi di dollari.



rendere più difficile per le banche sottoscrittrici “manipolare” un collocamento azionario. Nei primi giorni di contrattazione infatti numerose IPO raggiunsero quotazioni estremamente elevate anche a causa di interventi illeciti da parte delle banche sottoscrittrici che stimolarono artificialmente la domanda. La nuova proposta prevede innanzitutto il divieto per le banche sottoscrittrici di chiedere ad un investitore che voglia partecipare al collocamento di un’azienda, di comprare in aggiunta anche altri titoli meno attraenti, o di pagare commissioni più alte per garantirsi l’aggiudicazione di un pacchetto di azioni. Inoltre, la SEC propone di allungare il periodo durante il quale le banche non possono intervenire direttamente nelle operazioni di compravendita di un titolo di cui hanno curato il collocamento (attualmente pari a 5 giorni) per garantire il regolare andamento delle contrattazioni sulle matricole⁷. In Italia sono attese entro la fine del 2004 diverse operazioni: Enel (3^a tranche), Panaria, produttrice di materiale ceramico di fascia lusso, Teamsystem, società di software gestionale (nel segmento Star), Aec (Expandi), Eems (Star), Fiorucci (Star), Newron (Nuovo Mercato), RGI (Expandi), Save, nonché Geox.

Nel 2005 sono attese operazioni più rilevanti, tra cui Italtel e RAI. Per quanto riguarda Italtel, si prevede il collocamento sul mercato di circa il 30% delle azioni per un controvalore compreso tra 300-400 milioni di euro, da effettuarsi nella primavera del 2005, dopo essere stata posticipata

dal settembre-ottobre 2004. Nel caso della RAI è prevista in marzo la cessione del 20% del capitale ripartito in particolare fra gli investitori istituzionali (5-7%), i dipendenti (2%) e la parte restante al pubblico *retail*.

⁷ JPMorgan, ad esempio, nel 2003 ha accettato di pagare 25 milioni di dollari per risolvere in via amichevole l’accusa di aver indotto i suoi clienti - cui aveva riservato pacchetti di titoli delle IPO - a inoltrare ordini aggiuntivi una volta avviate le contrattazioni. Nel 2002 inoltre Credit Suisse First Boston ha pagato 100 milioni di dollari per chiudere la causa che la vedeva accusata di aver costretto i suoi clienti a pagare commissioni “eccessive” per ottenere pacchetti degli IPO più ambiti.

5. RECENTI SVILUPPI NEI SISTEMI DI REGOLAMENTO INTERBANCARIO*

I due principali sistemi di regolamento (per pagamenti di importo elevato) in Europa – TARGET e Euro1¹ – gestiscono insieme un flusso *giornaliero* di pagamenti pari a circa il 20% del PIL (nominale) *annuo* europeo (UE15). La dimensione dei flussi gestiti pone rilevanti problemi economici, che possono essere sintetizzati nel binomio “rischio di regolamento – costo della liquidità”. Le autorità monetarie hanno da tempo intrapreso iniziative volte a controllare il rischio sistemico che si può insinuare nei sistemi di regolamento: l’inadempienza di una istituzione finanziaria, che in una giornata abbia accumulato una elevata posizione debitoria, può contagiare altre istituzioni, minacciando la stabilità del settore finanziario. D’altra parte, il regolamento dei pagamenti pone alle tesorerie bancarie un delicato problema di gestione della liquidità su base infragiornaliera: ottimizzare il *timing* dei flussi di pagamento diventa essenziale per contenere il fabbisogno di fondi liquidi all’interno della giornata operativa.

L’organizzazione dei sistemi di regolamento interbancario sta attraversando una fase di rapida evoluzione. La tradizionale contrapposizione tra regolamento lordo e netto diventa sempre meno attuale: i sistemi più moderni evolvono verso una terza tipologia – “ibridi” o “misti” – dove le

caratteristiche di entrambi i meccanismi (lordo e netto) sono combinate insieme. In questo capitolo di *Osservatorio Monetario* ci proponiamo di esporre i tratti essenziali di questa evoluzione, evidenziandone le potenzialità per la gestione della liquidità bancaria.²

1. Sistemi di regolamento netti e lordi

Nei sistemi di regolamento netto multilaterale (MNS: *multilateral net settlement*), ciascuna banca deve regolare – a fine giornata – solo il saldo dei pagamenti ricevuti / inviati a tutti gli altri partecipanti durante una giornata operativa. I sistemi di regolamento lordo in tempo reale (RTGS: *real time gross settlement*), viceversa, prevedono il regolamento immediato di ciascun pagamento. La caratteristica comune a questi sistemi è il regolamento dei pagamenti in “moneta della banca centrale”: il trasferimento di fondi da una banca all’altra avviene movimentando i rispettivi conti di regolamento presso la banca centrale.

Quali sono le differenze essenziali tra i due metodi, RTGS e MNS, nonché i vantaggi relativi? In linea di principio, esiste un chiaro *trade-off* tra rischio di regolamento e costo di liquidità. Un sistema MNS si basa sul regolamento a fine giornata dei saldi multilaterali. Ciò introduce un ritardo (*settlement lag*) tra il momento in cui un messaggio di pagamento viene trasmesso da una banca ad un’altra (*clearing*) e quello in cui i fondi sono effettivamente trasferiti (*settlement*:

* A cura di A. Baglioni.

¹ TARGET (*Trans-European Automated Real-Time Gross-Settlement Express Transfer*), nato con l’introduzione dell’euro, è gestito dal Sistema Europeo di Banche Centrali. Euro1 è un sistema privato, gestito dalla EBA *Clearing Company* (con sede a Parigi). Il primo applica il metodo di regolamento lordo, il secondo quello netto (si veda più sotto).

² Dovendo esporre in modo sintetico un argomento tecnicamente complesso, sarà necessario fare forti semplificazioni; per una esposizione più dettagliata, si rimanda il lettore al volume *Il mercato monetario e la banca centrale*, di A. Baglioni, Il Mulino, Bologna, 2004.

regolamento). Questo ritardo implica un'estensione di un credito infragiornaliero. Perciò, la banca che riceve il pagamento sopporta un *rischio di regolamento*, che possiamo scomporre in un rischio di liquidità ed in un rischio di credito: (i) il rischio di liquidità si riferisce alla eventuale impossibilità della controparte a trasferire i fondi dovuti nel tempo prestabilito; (ii) il rischio di credito riguarda invece l'eventualità di una vera e propria insolvenza della controparte. Si noti che l'inadempienza di una singola banca potrebbe contagiare altre banche, tramite la rete dei rapporti interbancari: il creditore di una banca inadempiente subisce uno *shock* imprevisto, tale da essere a sua volta in difficoltà. Questa eventualità – che va sotto il nome di “rischio sistemico” – è particolarmente rilevante nei moderni sistemi, che gestiscono ingenti flussi di pagamenti: una singola banca può accumulare una posizione debitoria netta verso il sistema molto elevata in una sola giornata, mettendo a rischio la propria capacità di fare fronte al regolamento.

L'introduzione di sistemi RTGS ha risposto in primo luogo alla necessità di evitare il *settlement lag*: nel momento stesso in cui un ordine di pagamento viene trasmesso, la banca beneficiaria riceve un accredito sul suo conto di regolamento presso la banca centrale. Ogni pagamento ha quindi una finalità immediata, eliminando alla radice il rischio di regolamento.

Il costo della liquidità. Sull'altro lato della medaglia vi è il *costo della liquidità*. Un sistema RTGS richiede che una banca abbia sempre fondi liquidi sufficienti per garantire l'immediato regolamento di tutti i pagamenti in uscita: ciò potrebbe comportare la detenzione di fondi liquidi in eccesso presso la banca centrale. Viceversa, un sistema MNS riduce

sostanzialmente il fabbisogno di liquidità, grazie alla “liquidità gratuita” fornita proprio dal meccanismo della compensazione (*netting*): una banca necessita solo dei fondi per regolare il *saldo* dei pagamenti, a fine giornata.

L'evoluzione dei sistemi di pagamento, avvenuta negli anni novanta, ha provocato una significativa convergenza tra regolamento lordo e netto. Da un lato, i sistemi MNS hanno raggiunto *standard* di sicurezza, tali da renderli equivalenti – sotto il profilo del controllo del rischio – ai sistemi RTGS. La riduzione del rischio di regolamento nei sistemi MNS corrisponde ad una precisa strategia delle autorità. Nel 1990 il “Rapporto Lamfalussy” (promosso dai Governatori delle banche centrali del G-10) fornì una serie di criteri, tra i quali:

- i sistemi MNS devono avere procedure per gestire i rischi di credito e di liquidità, compresi i limiti alle esposizioni tra i partecipanti;
- devono essere in grado di assicurare il regolamento a fine giornata, anche nel caso di insolvenza del partecipante con la più elevata posizione debitoria netta;
- devono avere criteri di accesso chiari e oggettivi.

Nel 1998 la Direttiva UE (98/26/EC) sulla finalità nei sistemi di regolamento impose – tra l'altro – la irrevocabilità degli ordini di pagamento immessi in un sistema, anche in caso di successiva dichiarazione di insolvenza di un partecipante.

D'altra parte, vi sono diverse modalità tecniche che consentono, nei sistemi RTGS, una notevole riduzione del costo di liquidità: quest'ultimo viene a dipendere sostanzialmente dalla politica della banca centrale

nell'erogazione di prestiti infragiornalieri e dalla capacità delle banche di coordinarsi nell'immissione dei messaggi di pagamento nel sistema. Il resto di questo paragrafo è dedicato ad approfondire questi due aspetti.

Liquidità infragiornaliera: l'intervento delle banche centrali. In relazione alla politica della liquidità infragiornaliera, le soluzioni adottate differiscono da un paese all'altro, pur condividendo la stessa finalità: ridurre al minimo il costo della liquidità per le banche, per incentivare l'utilizzo dei sistemi RTGS. Data questa finalità, si potrebbe pensare che la soluzione sia ovvia: sarebbe sufficiente che le banche centrali fornissero prestiti infragiornalieri a costo nullo e in quantità illimitata. Tuttavia, questa soluzione espone le banche centrali al rischio di credito, relativo all'esposizione infragiornaliera verso il sistema bancario; essa può assumere dimensioni assai elevate, in assenza di limitazioni e di costi. Le soluzioni adottate sono allora di tre tipi: (i) limitazioni quantitative; (ii) tariffazione; (iii) richiesta di garanzie (collateral). Ad esempio, la BCE fornisce liquidità senza limitazioni e gratuitamente, richiedendo però la prestazione di garanzie. Al contrario, la Fed applica limiti quantitativi e fees, ma non richiede garanzie.

Un altro problema affrontato dalle banche centrali è il seguente: come evitare che la concessione di prestiti infragiornalieri, finalizzata ad assicurare il buon funzionamento dei sistemi di pagamento, interferisca con la creazione di base monetaria e quindi con la politica monetaria? La soluzione comunemente accettata è quella di disincentivare le banche dalla pratica di protrarre il credito infragiornaliero al giorno successivo: in caso di

spillover, una banca paga un tasso penalizzante sul credito *overnight* così ottenuto.

“Delayed payment” e sincronizzazione: un problema di coordinamento. Un problema essenziale della gestione infragiornaliera della liquidità consiste nella scelta relativa al timing con cui inviare gli ordini di pagamento. In particolare, possiamo individuare due incentivi a cui è soggetta la tesoreria bancaria: il rinvio dei pagamenti e la loro sincronizzazione.

Nei sistemi RTGS, è evidente l'incentivo a posticipare l'invio di un ordine di pagamento: se una banca esegue immediatamente un pagamento, essa ne sopporta interamente il costo in termini di fabbisogno di liquidità (deve avere la disponibilità sul conto di regolamento, oppure deve ricorrere al prestito infragiornaliero presso la banca centrale); al contrario, se essa rinvia l'immissione dell'ordine, può sperare di finanziare – almeno in parte – quel pagamento con un altro in entrata (nella stessa giornata). Questo comportamento (“*delayed payment*”) ha un effetto negativo sulla banca ricevente: questa riceve in ritardo il pagamento in entrata, e quindi il costo della liquidità ricade su di essa.

Si potrebbe pensare che i *delayed payment* siano un “gioco a somma zero”: nel caso appena descritto, ciò che la banca ricevente perde equivale a ciò che la banca che invia il pagamento guadagna. Tuttavia, non è così: i *delayed payment* conducono generalmente ad un esito inefficiente, poiché riducono l'informazione disponibile a ciascuna banca, in relazione alla sua posizione complessiva nel sistema dei pagamenti. La maggiore incertezza, che si crea così, induce le banche a detenere un più elevato livello di riserve liquide costose.

D'altra parte, il costo della liquidità può essere significativamente ridotto in un sistema RTGS, qualora le banche si coordinino in modo da concentrare l'invio dei messaggi di pagamento in brevi intervalli di tempo: ciò consente di utilizzare i pagamenti in entrata come fonte di finanziamento di quelli in uscita, riducendo il ricorso al finanziamento infragiornaliero presso la banca centrale. In parte, questo già accade. Ad esempio, nel sistema statunitense *Fedwire*, gran parte degli ordini di pagamento sono concentrati nella fase finale della giornata; in Italia, il rimborso automatico delle posizioni pregresse sull'e-Mid determina una concentrazione dei pagamenti nel sistema lordo BI-REL tra le 9 e le 10 del mattino.

Riassumendo, le banche hanno un interesse *collettivo* a *sincronizzare* l'invio dei messaggi di pagamento, nei sistemi RTGS, nonché ad *anticiparne* l'invio: ciò consente un risparmio di liquidità ed un guadagno di informazione. Tuttavia, esse hanno un incentivo *individuale* a *posticipare* l'invio degli ordini di pagamento: ciò permette a ciascuna banca di addossare sulle altre il costo della liquidità, che emerge qualora i pagamenti non siano sincronizzati. Si pone quindi un problema di interazione strategica tra i partecipanti ad un sistema di regolamento in tempo reale. L'esito di questa interazione può essere più o meno favorevole, a seconda della capacità delle banche di coordinarsi su di un equilibrio efficiente. Sotto questo profilo, le banche centrali possono svolgere un importante ruolo di coordinamento, stabilendo le regole di funzionamento dei sistemi di regolamento lordo.³

³ Ad esempio, il sistema inglese CHAPS impone ai partecipanti di immettere almeno la metà dei pagamenti (in valore) entro le 12 ed il 75% entro le 14.30.

2. Sistemi ibridi

Negli anni recenti è in atto una tendenza alla creazione di sistemi "ibridi", che combinano le caratteristiche dei due meccanismi di regolamento: netto e lordo. In alcuni casi, si arriva addirittura alla fusione di due sistemi preesistenti – uno netto e l'altro lordo – in un unico sistema "misto"⁴. Questi nuovi sistemi utilizzano un meccanismo di regolamento netto in tempo reale (RTNS: *real time net settlement*). I pagamenti vengono immessi in code di attesa; appena possibile, essi vengono regolati, compensando i pagamenti di segno opposto: questa compensazione può essere bilaterale o multilaterale. Il gestore del sistema effettua un controllo continuo delle liste di attesa ed effettua le compensazioni. La gestione automatizzata delle code di attesa è resa possibile dalle moderne tecnologie informatiche, che consentono di utilizzare complessi algoritmi per l'ottimizzazione dei processi di regolamento.

Regolamento netto e lordo: una distinzione ormai superata? Il principio alla base di questi processi è tuttavia semplice: massimizzare la sincronizzazione degli ordini di pagamento. In questo modo, si raggiungono due obiettivi: risparmio di liquidità e riduzione del rischio, grazie all'eliminazione del *settlement lag*. Da un lato, la sincronizzazione di due ordini di pagamento di segno opposto consente di risparmiare liquidità, poiché deve essere trasferito da una banca all'altra solo il saldo tra i due pagamenti. Dall'altro, poiché il regolamento sincronizzato degli ordini di pagamento avviene su base continuativa, si

⁴ E' il caso del sistema tedesco RTGS-plus, nato dalla fusione tra ELS (*Euro Link System*: sistema RTGS, componente tedesca di TARGET) ed EAF (*Euro Access Frankfurt*: sistema netto).

ottiene un *real time settlement*, con finalità immediata.

La convergenza verso il RTNS è riscontrabile sia nei sistemi che tradizionalmente adottavano il regolamento netto a fine giornata (MNS) sia nei sistemi RTGS. Nel primo caso, si assiste al passaggio dalla compensazione a fine giornata al *netting* continuo durante la giornata operativa (ciò è avvenuto, ad esempio, nel sistema statunitense CHIPS⁵ ed in quello francese PNS⁶). Nel secondo caso, l'introduzione di meccanismi di gestione ottimale delle code di attesa e di *liquidity saving* conduce di fatto alla compensazione degli ordini di pagamento, pur all'interno di sistemi originariamente basati sul regolamento lordo in tempo reale: è questo il caso del sistema italiano BI-REL, al quale dedichiamo un breve approfondimento.

Nuovo BI-REL. BI-REL è il sistema di regolamento lordo (RTGS) gestito dalla Banca d'Italia; è il segmento italiano di TARGET. Esso ha recentemente subito alcune innovazioni, che hanno dato l'avvio al sistema chiamato "Nuovo BI-REL". Le nuove caratteristiche del sistema italiano sono le seguenti – le prime due operanti dal giugno 2003, la terza dall'inizio del 2004.

⁵ CHIPS (*Clearing House Interbank Payments System*) è il maggiore sistema di regolamento per pagamenti di importo elevato operante negli USA, dopo *Fedwire*. Mentre quest'ultimo è un sistema RTGS gestito dalla Federal Reserve Bank, CHIPS è un sistema privato, specializzato nel regolamento delle transazioni sul mercato dei cambi e dei pagamenti interbancari internazionali. Fino al 2000, CHIPS era un sistema MNS; dal gennaio 2001, esso è un sistema RTNS.

⁶ PNS (*Paris Net Settlement*) – gestito dalla società interbancaria CRI (*Centrale des Règlements Interbancaires*): come CHIPS, esso funziona attraverso una gestione continua delle code di attesa, realizzando compensazioni bilaterali e multilaterali.

Riserva di liquidità. Le banche possono destinare, all'inizio della giornata operativa, una parte delle loro riserve liquide al regolamento dei pagamenti urgenti.

Interattività. Durante la giornata operativa, una banca può modificare il valore della riserva di liquidità, definire l'urgenza dei pagamenti immessi e modificare le priorità degli ordini accumulati nella coda di attesa, richiedere informazioni sui pagamenti in entrata in lista d'attesa.

Ottimizzazione della liquidità infragionaliera. Essa sfrutta un meccanismo di sincronizzazione dei messaggi di pagamento, su base bilaterale. Poniamo che una banca *A* invii un pagamento ad un'altra banca *B*. In quel momento, automaticamente il sistema controlla gli ordini di pagamento accumulati nella coda di attesa, immessi dalla banca *B* a favore della banca *A* ed effettua il regolamento simultaneo: in questo modo, la liquidità assorbita è pari solo al saldo tra pagamenti di segno opposto. Nonostante il regolamento sia lordo, perciò, questo meccanismo realizza di fatto una compensazione continua.

3. Il regolamento dell'attività in cambi

L'attività di una banca sul mercato dei cambi pone problemi specifici, dovuti allo sfasamento temporale tra un pagamento e l'altro, relativi alla stessa transazione. Il problema principale deriva dai diversi orari di operatività dei sistemi di pagamento a livello internazionale, a causa dei fusi orari differenti. Anche nel caso di *overlapping* (parziale) tra un sistema e l'altro, si creano frequentemente ampi ritardi tra il momento in cui una "gamba" di una transazione in cambi viene regolata ed il momento in cui lo



è l'altra. Ciò espone la banca che effettua per prima il pagamento ad un rischio di regolamento: essa potrebbe incorrere in perdite, anche rilevanti, nel caso in cui la controparte non disponesse dei fondi liquidi necessari ad adempiere alla sua obbligazione, o nel caso estremo di fallimento della controparte. Questa eventualità va sotto il nome di "rischio Herstatt", dal nome della banca tedesca che fallì nel 1974, causando notevoli perdite ad alcune controparti sul mercato dei cambi. CLS (Continuous Linked Settlement) rappresenta la risposta dell'industria bancaria a questo problema.

CLS Bank è una banca con sede a New York, la cui unica attività consiste nel fornire servizi di regolamento sulle operazioni in cambi ai suoi aderenti. Questi sono azionisti di *CLS Bank* e a loro volta possono fornire servizi di regolamento tramite CLS ad altri soggetti (banche e aziende non bancarie). CLS ha iniziato ad operare nel settembre 2002 su sette valute (dollaro statunitense, canadese e australiano, euro, sterlina, franco svizzero, yen) ed ha poi allargato nel tempo il paniere di valute su cui opera.

Il principio-base di funzionamento di CLS è il *payment versus payment* (PVP): il pagamento in una valuta avviene solo se è possibile effettuare contemporaneamente il regolamento del pagamento nell'altra valuta, relativa ad una transazione in cambi. In sostanza, il meccanismo di funzionamento di CLS prevede l'accumulo degli ordini di pagamento dei partecipanti, relativi ai loro scambi in valuta, e la loro esecuzione sincronizzata. Questa contemporaneità è volta ad eliminare all'origine il "rischio Herstatt". Questo principio, in sé semplicissimo, richiede una complessa organizzazione per essere realizzato in pratica.

Possiamo sintetizzare l'organizzazione di CLS nel seguente modo. In base agli ordini che un partecipante ha immesso nel sistema (prima dell'avvio della fase di regolamento), relativi alle sue transazioni sul mercato dei cambi, CLS calcola la sua posizione in ogni valuta: questa deriva dalla compensazione degli ordini di pagamento di segno opposto; un partecipante usufruisce perciò di un meccanismo di *netting*, in ciascuna valuta separatamente (non c'è *cross-currency netting*). Per le valute in cui un partecipante ha una posizione corta (gli ordini di pagamento in uscita hanno un valore complessivo superiore a quelli in entrata), CLS emette una *pay-in schedule*: una scaletta di pagamenti ("*pay-in*") che quel partecipante deve effettuare a CLS, entro determinati orari. Man mano che i *pay-in* arrivano, CLS invia agli aderenti i pagamenti (*pay-out*), relativi alle valute in cui essi presentano posizioni lunghe – rispettando il principio PVP. Questo processo di regolamento ha inizio alle 7 del mattino e termina alle 12 (ora europea). Tutti i pagamenti avvengono in tempo reale, attraverso i sistemi RTGS.

L'impatto di CLS sulla gestione della liquidità bancaria è duplice. Da un lato il fabbisogno di liquidità, relativo alle transazioni in cambi, viene ridotto grazie al meccanismo di *netting* sopra descritto. Dall'altro i partecipanti devono rispettare scadenze precise durante la fase del regolamento di CLS (7-12): una banca deve avere la liquidità sufficiente, in tutte le valute del sistema, per effettuare i pagamenti previsti dalla sua *pay-in schedule*. Questa necessità di regolare pagamenti entro specifiche scadenze infragiornaliere (*timed payment*) accresce il fabbisogno di liquidità infragiornaliera. Ricordiamo tuttavia che la finalità di CLS non è quella di realizzare un risparmio di liquidità, bensì quella di ridurre il rischio di regolamento.