



Università Cattolica del S. Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2005

Autori del presente rapporto sono Giacomo Vaciago, Marco Lossani e Giovanni Verga (cap. 1), Domenico Delli Gatti (cap. 2), Flavia Ambrosanio (cap. 3), Alberto Banfi (cap. 4). Hanno collaborato: Mario Anolli, Stefania Andreotti, Giovanni Barone, Stefano Corona, Daniele Limonta, Maurizio Marchiori, Giuseppe Mastromatteo, Laura Nieri, Francesca Pampurini e Davidia Zucchelli.

Direzione e coordinamento: Piero Giarda. Segreteria: Elisabetta Scansani.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a metà febbraio 2005.

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 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	“ 3
1. Il quadro macroeconomico	“ 3
2. I tassi di interesse in Europa e in Italia	“ 10
3. Gli aggregati monetari e creditizi	“ 16
4. Raccolta, impieghi e tassi bancari in Italia	“ 18
5. Imprese e mercato dei capitali	“ 20
6. Le previsioni dell’Euribor e del tasso ufficiale	“ 22
7. ma la BCE ha fatto un buon lavoro?	“ 24
2– LA BASSA CRESCITA DELL’ECONOMIA EUROPEA (E ITALIANA)	“ 27
1. Eurosclerosi: strutturale o indotta?	“ 28
2. I fattori da offerta	“ 31
3. I fattori da domanda	“ 38
4. Invece di una conclusione	“ 41
3 – FINANZA REGIONALE E FEDERALISMO	“ 42
1. Spese ed entrate delle Regioni	“ 42
2. Alcuni aspetti critici della finanza regionale	“ 44
3. Le prospettive future	“ 46
4 – I RICAVI DA SERVIZI DELLE BANCHE ITALIANE	“ 48
1. Commissioni e ricavi da servizi delle banche italiane	“ 48
2. Andamenti recenti in Italia e in Europa	“ 52
3. Conclusioni	“ 53

SINTESI

La congiuntura reale e monetaria – Il capitolo discute l'evoluzione della congiuntura reale e monetaria, sia a livello internazionale che a livello italiano. Considera altresì l'evoluzione congiunturale dei principali aggregati monetari e finanziari in Italia. L'economia mondiale sta sviluppandosi a tassi di crescita sempre assai elevati ma in rallentamento. Lo sviluppo avviene con tassi di crescita molto differenziati nelle diverse aree. A fronte del mantenimento di alti tassi di crescita nei paesi asiatici, gli Stati Uniti stanno sperimentando una ridotta dinamica della propria crescita e l'Europa presenta uno scenario più incerto, con rilevanti differenze tra i diversi paesi. L'Italia sembra essere, nel 2004 rispetto al 2003 e forse anche nel 2005 rispetto al 2004 in lieve ripresa congiunturale ma mantiene, assieme alla Germania, una posizione di coda tra i paesi europei.

Sul fronte monetario non ci sono eventi di rilievo, se non il graduale aumento dei tassi americani accompagnato da una persistente debolezza del dollaro. L'aumento dei tassi di mercato monetario si è però accompagnato a una inattesa e per certi versi inspiegabile riduzione dei tassi a medio-lungo termine, sui titoli sia pubblici che *corporate*. In Europa le condizioni monetarie si caratterizzano per una significativa stabilità del tasso d'inflazione pure in presenza di livelli elevati e tendenze all'aumento del prezzo del petrolio e per la conseguente stabilità dei tassi di *policy* in relazione sia alla prospettive sull'andamento futuro dei prezzi, sia all'insoddisfacente andamento dell'economia reale. Le banche italiane sperimentano un aumento della raccolta significativamente più elevato della dinamica del reddito monetario,

una indicazione questa delle incertezze con cui le famiglie e le imprese italiane guardano al futuro, così come è confermato dall'andamento degli impieghi, la cui crescita è tutta concentrata nei crediti al consumo e nei prestiti a medio-lungo termine alle famiglie e anche dall'andamento della raccolta netta dei fondi comuni italiani.

La bassa crescita dell'economia europea (e italiana) – Il capitolo discute della questione del cosiddetto declino delle economie dell'Europa continentale e dell'Italia in particolare, un tema sul quale ci sono stati e continuano ad esserci interventi di economisti e politologi. Il punto di partenza dell'analisi è dato dal rallentamento della crescita dell'Europa relativa a quella degli USA che è avvenuto negli ultimi 10 anni. Vengono discusse due diverse classi di interpretazioni. La prima che enfatizza fattori di offerta concentrati soprattutto sul numero di ore lavorate nell'anno, sulle diversità dei sistemi di sicurezza sociale, sugli investimenti in capitale umano e in ricerca e sviluppo; questa linea interpretativa concentra la propria attenzione sul differenziale negli andamenti della produttività come motore delle differenze nell'andamento della produzione e del reddito. La seconda che tende a rovesciare i rapporti di causalità: la bassa dinamica della produttività in Europa è da ricondurre alla bassa dinamica della crescita economica legata alla carenza di domanda aggregata, a sua volta associata al formarsi e al consolidarsi di aspettative negative sul futuro dell'economia europea. Il capitolo conclude con l'affermazione che le prospettive per ricostruire aspettative più favorevoli non possono che passare attraverso politiche dirette a ricostruire un appropriato sistema di incentivi favorevoli alle imprese e all'offerta di lavoro.



Finanza regionale e federalismo – Il capitolo presenta uno spaccato sulla struttura delle spese e delle entrate delle Regioni in Italia, in relazione alle riforme costituzionali già approvate (quella del novembre 2001) e in corso di ulteriore cambiamento (con i testi in discussione in Parlamento). Le Regioni italiane si finanziano per circa i due terzi con trasferimenti a carico del bilancio statale e solo per un terzo con tributi propri. Il problema di fondo della finanza regionale, oggi e ancor più in prospettiva, sono quindi le regole mediante le quali lo Stato assegna i propri finanziamenti alle singole Regioni. Le riforme effettuate e quelle in itinere non riguardano le cinque regioni a Statuto speciale, ma solo le 15 regioni a Statuto ordinario. L'analisi della finanza regionale mostra che la spesa delle Regioni a Statuto ordinario è distribuita in modo relativamente uniforme tra le diverse Regioni, mentre il gettito delle entrate proprie è concentrato nelle più ricche Regioni del Centro-Nord, lasciando allo Stato il compito di finanziare i desiderati livelli di spesa nelle regioni a più basso reddito pro-capite. Le regole di finanziamento sono una questione cruciale per il futuro, se ce ne sarà uno, del federalismo italiano che non trova nella Costituzione vigente (e nemmeno nelle proposte di modifica) una risposta esplicita. Le indicazioni che pure la nuova Costituzione propone non sembrano particolarmente innovative rispetto allo *status quo*.

I ricavi da servizi delle banche italiane – Il capitolo presenta una breve discussione del ruolo che i ricavi da servizi stanno acquisendo nei bilanci delle banche italiane. L'analisi degli ultimi dieci anni mostra che i ricavi da servizi sono stati l'aumento trainante nell'aumento dei ricavi delle banche soprattutto negli anni dal 1995 al 2001, dopo di che si sono stabilizzati

mostrando negli anni più recenti una leggera ripresa. Il margine d'interesse d'altra parte ha avuto un andamento sostanzialmente stazionario, con variazioni in più e in meno che si sono sostanzialmente compensate nel periodo. Il traino alla crescita dei ricavi è stato fornito, nel periodo dal 1995 al 2000 dalle commissioni, in particolare da quelle sui servizi di gestione, intermediazione e consulenza, quasi a seguito dell'andamento dell'indice di borsa. Solo negli anni più recenti la politica dei ricavi si è in parte svincolata dall'andamento della borsa attraverso l'offerta di prodotti e servizi di terzi e anche attraverso lo sviluppo delle attività in sedi diverse dagli sportelli tradizionali.

Il confronto tra le banche italiane e le banche europee mostra che negli ultimi anni la crescita dei ricavi è stata in Italia inferiore a quella europea. Rilevante è la differenza nell'andamento del margine d'interesse (positivo in Europa e negativo in Italia). Sull'andamento del margine da servizi le evidenze sono più incerte: periodi con differenze positive a favore delle banche italiane sono seguiti da periodi con differenze negative. Se, per ragioni strutturali, il margine d'interesse delle banche italiane si dovesse collocare su una dinamica minore di quello delle banche europee, la redditività futura della banche italiane dovrà fare riferimento crescente al margine da servizi, con implicazioni non piccole per l'organizzazione della struttura di offerta.

INTRODUZIONE

LA MANCATA CRESCITA DELL'ITALIA

Il dibattito sulla mancata crescita (o “declino”) dell’economia italiana si arricchisce di sempre nuove analisi; ...mancano solo i rimedi! Per capire i termini del problema, merita rileggere le “Considerazioni Finali” del Governatore Fazio presentate all’Assemblea del 31 maggio 2001: quella diagnosi è ancora valida oggi, e ci aiuta anche a capire perché quattro anni siano passati invano.

L’analisi di Fazio era infatti correttamente centrata sulla perdita di *competitività* dell’economia italiana, dovuta non solo all’andamento non favorevole di costi e prezzi, ma anche all’inadeguata risposta dell’offerta alla composizione della domanda, ed alla limitata presenza di beni ad alta tecnologia. Era sottolineata la necessità di rimuovere le rigidità e le carenze strutturali le cui conseguenze negative erano accentuate dall’avvio della moneta unica. Erano elencate come prioritarie sia l’attrazione di capitali internazionali per lo sviluppo di settori innovativi (era esplicitamente menzionata la *nuova economia*) sia un insieme di riforme volte ad aumentare l’efficienza del settore pubblico.

La conclusione di Fazio riferita ai progressi realizzati nel secondo dopoguerra, colpì la fantasia dei giornalisti: “Quel miracolo

economico (sic!) può essere ripetuto. Possiamo e dobbiamo realizzarlo”. Nei giorni successivi, prevalse l’interpretazione favorevole al nuovo Governo (si era votato il 13 maggio e Fazio parlava il 31!): un nuovo miracolo economico era in arrivo.....

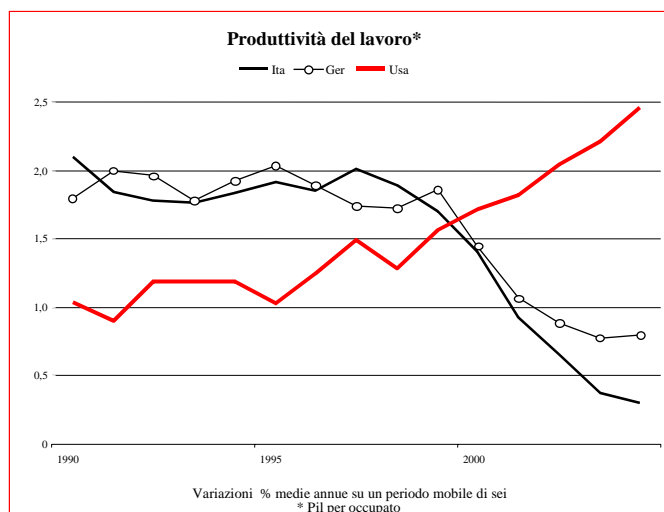
Ciò che abbiamo visto in questi anni *non* è proprio stato un miracolo! Ben poco essendo stato fatto per aumentare la produttività e quindi la competitività dell’economia italiana, non c’è stata la crescita della produzione, mentre anche un po’ di maggior domanda interna veniva sempre più soddisfatta da importazioni.

Per spiegare la mancata crescita dell’Italia, ci è stata invece offerta una lunga lista di “colpevoli”: dalle Torri Gemelle allo scandalo Enron, dal fallimento dell’Argentina alla guerra in Iraq, e ancora all’apprezzamento dell’Euro. In realtà, la nostra perdita di competitività non è attribuibile ai tanti *shocks* esterni che hanno semmai agito dal lato della domanda mentre i nostri erano, e sono, evidenti problemi di *offerta*. Ed anche dal lato della domanda, è ovvio che il nuovo contesto Euro in cui (dal 1999!) ci troviamo, renderebbe meno efficaci quelle politiche di reflazione che non possono comunque superare quanto formalmente vietato dal Patto europeo di stabilità. Se potessimo dimostrare che si tratta di *shock simmetrici* (che colpiscono noi come gli altri Paesi della zona-Euro), vi sarebbe ragione per una comune politica europea. Ma anche questo aspetto è controverso, perché all’interno della zona-Euro è molto aumentata la varianza tra la *performance* dei vari paesi e quella italiana è sistematicamente la peggiore. Né ci consola molto sapere che anche l’economia tedesca – che resta il nostro primo mercato di esportazione – ha un andamento mediocre!



L'analisi svolta in questi anni dalla Banca d'Italia ha continuamente riproposto la necessità di interventi strutturali volti a recuperare competitività: è ormai l'esperienza di un decennio che ne dà conferma. E' infatti da metà anni '90 che la crescita della produttività accelera negli Stati Uniti e rallenta fortemente in Italia (e in Germania).

Cosa abbiamo di simile alla Germania, e di diverso dagli Stati Uniti, che da dieci anni frena la nostra crescita? Se non si risponde a questa domanda, i rimedi non li troveremo mai.



1. ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

L'economia mondiale si sta sviluppando con tassi di crescita molto differenziati nelle diverse aree. A fronte del mantenimento di alti tassi di crescita nei paesi asiatici, gli Stati Uniti vedono una ridotta dinamica della crescita e l'Europa presenta uno scenario ancora incerto, con rilevanti differenze tra i diversi paesi. L'Italia sembra essere in lieve ripresa ma mantiene, assieme alla Germania, la posizione di coda. Sul fronte monetario non ci sono eventi di rilievo, se non il graduale aumento dei tassi americani accompagnato dal permanere della debolezza del dollaro. In Europa le condizioni monetarie si caratterizzano per stabilità dell'inflazione e stabilità dei tassi di *policy*. Si è rilevata anche una discesa dei tassi a lungo termine sia negli USA che in Europa.

1. Il quadro macroeconomico

Lo scenario macroeconomico internazionale rimane caratterizzato da un moderato ottimismo. Le ultime analisi formulate dai principali istituti di ricerca mostrano che la ripresa internazionale continua – anche se con tassi di sviluppo di poco inferiori a quelli dell'anno precedente – ed è sempre trainata dai locomotori americani e cinesi che muovono un convoglio che ha i suoi vagoni più lenti nel Giappone e nei paesi dell'area dell'euro. Tuttavia iniziano a comparire dei segnali di miglioramento sia in Europa che all'interno dell'economia del Sol Levante.

Rispetto al precedente numero di Osservatorio Monetario le prospettive sul fronte energetico sono solo lievemente migliorate. Il prezzo del petrolio – dopo la flessione conosciuta alla fine di ottobre, quando aveva raggiunto i 42\$ al barile – ha ripreso a salire ed ha raggiunto a fine

febbraio un suo nuovo massimo con quotazioni elevate superiori ai 50\$ al barile. Stando alle indicazioni espresse dal mercato *future*, il prezzo del greggio dovrebbe rimanere al di sopra dei 45\$ al barile per buona parte del 2005, con effetti negativi per tutte le economie *oil-dependent* (tra cui il Giappone e l'Italia). Rimangono invece irrisolti gli squilibri di parte corrente. In particolare la Cina continua a produrre consistenti avanzi commerciali. Nel corso del 2004 il surplus commerciale ha superato i 33 miliardi di dollari, dovuti per lo più all'ampio avanzo bilaterale registrato nei confronti degli USA che secondo alcuni esponenti dell'Amministrazione USA sarebbe causato da un vero e proprio *dumping* valutario perseguito dalle autorità cinesi attraverso il mantenimento del cambio fisso tra il *renmimbi* e il dollaro su quotazioni irrealistiche. Non a caso la dichiarazione conclusiva dell'ultimo meeting del G-7 ha auspicato per l'ennesima volta l'introduzione di una maggior flessibilità per il cambio del *renmimbi*; un evento che sembra però da escludere nel breve termine. Nel frattempo si è interrotta la fase di debolezza della moneta americana sui mercati valutari, il cui tasso di cambio rispetto all'euro è passato da 1,39 a 1,30. La recente inversione di tendenza conosciuta dal tasso di cambio del biglietto verde non ha però potuto impedire che si iniziassero a manifestare i primi effetti del dollaro debole sulla bilancia commerciale statunitense, il cui deficit nel mese di dicembre è calato quasi del 9,0% rispetto a dodici mesi prima – grazie al consistente miglioramento dell'export (+3,2%) che si è contrapposto ad una modesta crescita delle importazioni (+0,9%) favorita anche dalla riduzione delle importazioni di petrolio. Nel complesso lo squilibrio commerciale USA rimane comunque elevato (5,5% del PIL).

TAB. 1.1: Tasso di variazione congiunturale del PIL

2004	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
USA	1,1	0,8	1,0	0,8
Giappone	1,4	-0,2	-0,3	-0,1
Area Euro	0,7	0,5	0,3	0,2
Germania	0,5	0,4	0,0	-0,2
Francia	0,7	0,7	0,0	0,8
Italia	0,5	0,4	0,4	-0,3

TAB. 1.2: Tasso di variazione tendenziale del PIL

2004	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Anno
USA	5,0	4,8	4,0	3,7	4,4
Giappone	4,0	3,1	2,3	0,8	2,6
Area Euro	1,4	2,1	1,8	1,6	1,7
Germania	0,9	1,4	1,2	0,6	1,0
Francia	2,0	3,1	2,0	2,2	2,3
Italia	0,8	1,3	1,4	1,0	1,1

L'economia USA

La crescita americana continua ininterrotta (TAB. 1.1 e 1.2). Nel IV trimestre del 2004 il PIL USA è cresciuto dell'0,8% rispetto al trimestre precedente e del 3,7% su base tendenziale, portando la crescita nel 2004 al 4,4%. Il profilo di sviluppo è stato caratterizzato da un primo semestre in cui la crescita è risultata particolarmente robusta cui ha fatto seguito un secondo semestre di crescita più moderata, ma comunque in linea con il potenziale di lungo periodo. La domanda interna ha svolto il ruolo di traino, contribuendo per più di quattro punti all'incremento del reddito prodotto. Tra gennaio e dicembre 2004 gli investimenti produttivi sono cresciuti mediamente del 10,3%, il più forte incremento dal 1998. Il progressivo rientro dell'*output gap*, il ciclo di rinnovo delle attrezzature, l'eccezionale crescita dei profitti societari, nonché le agevolazioni fiscali governative hanno concorso all'accelerazione degli investimenti. Nel 2004, i consumi sono cresciuti mediamente del 3,8% annuo, la miglior *performance* dal 2000. Le recenti rilevazioni della dinamica di spesa mensile sembrano

indicare la prosecuzione di tale tendenza positiva. Dopo la soddisfacente stagione natalizia, a gennaio 2005, le vendite al dettaglio sono aumentate dello 0,6% (su base congiunturale) escludendo la componente volatile delle auto, progresso che ha portato il livello di crescita tendenziale al 7,6% (8,5% medio annuo nel 2004). I sondaggi condotti dall'Università del Michigan e dal Conference Board rilevano un generale ottimismo tra i consumatori in merito alle condizioni correnti del ciclo economico (la relativa componente dell'indice ha raggiunto i livelli più elevati dal maggio 2002). Il giudizio sulle prospettive resta invece improntato ad una maggiore cautela. Tale circostanza deriva dalle attese di una graduale decelerazione della crescita del reddito disponibile, imputabile, almeno in parte, all'esaurimento degli incentivi fiscali erogati dall'amministrazione Bush. Considerando l'attuale dinamica occupazionale, la crescita attesa del monte salari non appare sufficiente a compensare tale flessione, creando le condizioni potenziali per un comportamento di spesa più moderato a favore di una maggiore propensione al risparmio.

Le esportazioni nette, invece, hanno contribuito negativamente allo sviluppo del PIL per quasi un punto percentuale, nonostante l'indebolimento del dollaro abbia raggiunto la fase di massimo triennale proprio alla fine del 2004 (con un deprezzamento vicino al 15% in termini di cambio reale effettivo).

L'effetto congiunto del rallentamento atteso del ciclo internazionale (le previsioni del FMI segnalano che la crescita mondiale passerà dal 5,0% del 2004 al 3%-4% nel 2005), del lieve rientro delle quotazioni petrolifere e di un certo assorbimento dell'effetto "J" indicano – in prospettiva – un apporto meno negativo alla formazione del reddito totale da parte delle esportazioni nette.

FIG. 1.1: USA: inflazione *core* e costo del lavoro (tasso di var. tend.)



Fonte: Datastream.

Nel 2004, la dinamica inflazionistica ha conosciuto un'accelerazione (FIG. 1.1). In termini tendenziali, il tasso di variazione dei prezzi al consumo è passato dall'1,9% di dicembre 2003 al 3,3% di fine 2004, con un picco massimo al 3,5% (il più elevato da maggio 2001), raggiunto in novembre. Escludendo le componenti più volatili (alimentari ed energia), a dicembre 2004 si è osservata una velocità di crescita dei prezzi addirittura doppia rispetto ad un anno prima: l'inflazione *core*, che si attestava all'1,1% a fine 2003, è infatti cresciuta al 2,2% a dicembre 2004.

FIG. 1.2: USA: produttività e prezzi al consumo (tasso di var. tend.)



Fonte: Datastream.

Le pressioni sui prezzi, inizialmente confinate agli stadi a monte della filiera produttiva sono gradualmente percolate lungo tutti gli stadi del sistema, fino ad interessare l'indice dei prezzi consumo. Peraltro, se l'attesa moderazione nella dinamica delle future quotazioni petrolifere potrà contenere lo sviluppo dell'inflazione *headline* – stabilizzandola intorno agli attuali livelli – si osserva invece la modifica di alcune condizioni di fondo del sistema che, con molta probabilità, condurranno ad un aumento dell'inflazione *core*.

Il primo parametro di riferimento è rappresentato dall'andamento del costo del lavoro unitario. Dopo un'intensa fase declinante, il costo del lavoro è aumentato sistematicamente a partire dall'inizio del 2004, trascinato dalla componente dei *benefits* a fronte di una sostanziale stabilità della dinamica salariale in senso stretto. Considerando il progressivo consolidamento del mercato del lavoro, con conseguente riassorbimento delle risorse precedentemente lasciate inutilizzate, sembra lecito ipotizzare che il costo unitario del lavoro continuerà crescere.

In secondo luogo, si sta evidenziando un rallentamento nella crescita della produttività del lavoro, che ha sin qui giocato un ruolo fondamentale quale fattore di contenimento delle pressioni sui prezzi. Con riferimento al comparto non agricolo, il rallentamento nel tasso di crescita della produttività appare evidente, dal momento che si è passati dal 9% tendenziale del terzo trimestre 2003 allo 0,8% a fine 2004 (FIG. 1.2).

Un terzo parametro da prendere in considerazione è rappresentato dalla persistenza sui massimi ventennali dei prezzi delle materie prime, come ad esempio segnalato dall'indice CRB. In effetti, il previsto rallentamento del ciclo economico indurrà certamente una decele-



razione nella domanda mondiale di *commodities*. Tuttavia, esso dovrà comunque fronteggiare persistenti condizioni di sbilancio fra quantità domandate e necessarie ai processi produttivi e quantità offerte a livello globale, con la conseguenza che l'aggiustamento verso il basso dei prezzi sarà particolarmente vischioso.

Lo scenario previsivo USA

Nel corso della sua ultima audizione di fronte al *Banking Committee* del Senato, Greenspan ha sostenuto che il *Board of Governors* della Fed rimane ottimista per quanto riguarda l'evoluzione della crescita e dell'inflazione. Nel corso del 2005 il PIL dovrebbe aumentare tra il 3,75 e il 4,00%, mentre l'inflazione dovrebbe attestarsi tra l'1,50 e l'1,75%, anche se – come sottolineato nella sezione precedente – al momento esistono maggiori probabilità di una ulteriore crescita. Pur non rilasciando dichiarazioni esplicite riguardanti la futura evoluzione dei tassi, Greenspan ha lasciato intendere che nei prossimi mesi ci saranno ulteriori aumenti dei tassi di *policy*. Il tasso di interesse sui Fed Funds – attualmente pari al 2,5% – è infatti stato infatti definito “abbastanza basso”. Inoltre, il rallentamento della crescita della produttività del lavoro unito agli incrementi salariali concorrerà spingere verso l'alto i costi unitari di produzione provocando un aumento del livello dei prezzi, in presenza di margini di profitto inalterati per le imprese (che hanno peraltro goduto di profitti assai elevati nel corso degli ultimi trimestri). A ciò va aggiunta la possibilità di una nuova fase di dollaro debole che potrebbe riattivare (anche se in modo non molto intenso) il canale dell'inflazione importata.

Di ben altro avviso sono invece alcuni analisti – tra cui spicca Stephen Roach, lo *strategist* (notoriamente *bearish*) di Morgan Stanley – che sostengono che i perduranti squilibri dell'economia

USA sono tali da rendere non del tutto improbabile una recessione di stile giapponese. Secondo Roach non sarebbe da escludere una improvvisa caduta della domanda per consumi provocata da una ripresa che – a suo giudizio – sinora non è riuscita ad incidere in modo duraturo ed intenso sui livelli di occupazione. L'incertezza generata da tale situazione unita alla perdurante fragilità finanziaria delle famiglie – che nonostante i recenti miglioramenti sono ancora gravate da un elevato livello di debiti – potrebbe condurre ad una improvvisa quanto decisa caduta dei consumi. La maggior componente della domanda USA ha mostrato sino ad oggi una notevole resistenza anche grazie alla politica monetaria decisamente aggressiva seguita dalla Fed, che avrebbe però contribuito ad alimentare una bolla speculativa di preoccupanti dimensioni sul mercato immobiliare. La necessità – come auspicato dallo stesso Greenspan – di tornare abbastanza rapidamente su un livello più normale dei tassi di interesse (nominali e reali) apre quindi un nuovo scenario per il mercato immobiliare americano e di conseguenza per le stesse famiglie USA. Secondo Roach, queste ultime risparmiano poco e consumano molto (pur essendo indebitate) in quanto si avvantaggiano dal crescente valore dei loro *asset* immobiliari che consente loro di estendere i rifinanziamenti ottenuti sul mercato dei mutui. Inutile sottolineare che in una situazione di questo genere le famiglie USA – e quindi i consumi – sono fortemente esposte al rischio di un rialzo dei tassi, sia a breve che a lungo.

Anche in questa occasione è difficile stabilire chi – tra Greenspan e Roche – abbia formulato lo scenario più realistico. Un punto fermo, su cui tutti concordano, rimane il livello attualmente basso dei tassi a lungo termine, nonostante i recenti aumenti dei tassi a breve, e che solo negli ultimi giorni hanno finalmente subito un incre-

mento (dal 4,0 del 9 febbraio al 4,38 di fine mese). Il *flattening* della curva dei tassi – che lo stesso Greenspan non ha esitato a definire un vero e proprio enigma (*conundrum*) – ha condotto ad una ulteriore riduzione dello *spread* tra il rendimento dei titoli di stato *safe* e quello dei titoli più rischiosi (come gli *investment grade corporate bond*, e quelli emessi da economie emergenti). Greenspan ha accennato alla possibilità che una sorta di esuberanza irrazionale sia ora presente sul mercato dei titoli a reddito fisso. I suoi critici ritengono invece che questo sia il risultato della eccessiva creazione di liquidità, nel recente passato, che non potrà continuare a lungo in futuro. Il grado di bontà degli scenari previsivi delineati dagli uni e dagli altri per l'economia reale dipenderà probabilmente proprio da ciò che accadrà alla curva dei rendimenti nei prossimi mesi.

Il Giappone

Indicazioni contrastanti provengono dal Giappone. Il PIL è cresciuto del 2,6% nel corso del 2004 (TAB. 1.1), facendo registrare la più forte espansione realizzata a partire dal 1996. Tuttavia, tale *performance* è quasi interamente spiegata dalla crescita realizzata nel primo trimestre. Infatti, a partire dal II trimestre del 2004 il tasso di variazione congiunturale del PIL giapponese è risultato costantemente negativo. Attualmente quindi l'economia nipponica si trova in una nuova fase di (leggera) recessione, la quarta a partire dallo scoppio della bolla azionaria ed immobiliare alla fine degli anni '80. Principale responsabile della flessione del reddito giapponese è ancora una volta la scarsa domanda per consumi (calati dell'1,3% nel IV trimestre, su base congiunturale annualizzata), su cui hanno primariamente pesato fattori meteorologici – che hanno scoraggiato lo svolgimento delle vendite al dettaglio durante i *week-*

end. Alla *performance* negativa dei consumi si è accompagnata quella delle esportazioni nette, che per la prima volta dopo molto tempo hanno contribuito negativamente alla formazione del PIL per via della forte crescita conosciuta nell'ultimo trimestre del 2004 dalle importazioni – sostenute da una elevata domanda di materie prime e dall'ancora elevato livello del prezzo del petrolio – e dal rallentamento dell'export verso la Cina e gli USA.

Tuttavia, in chiave prospettica la situazione sembra migliore. Ultimamente i salari hanno registrato dei modesti aumenti che potrebbero finalmente frenare la caduta dei consumi, mentre i prezzi – misurati sulla base del deflatore del PIL – hanno rallentato la loro diminuzione (-0,3% il tendenziale nel IV trimestre). Lo scenario migliora sensibilmente analizzando la condizione delle imprese. Oltre a registrare una cospicua riduzione del numero di fallimenti, le società giapponesi stanno infatti godendo di un deciso incremento degli ordinativi (soprattutto per macchinari e attrezzature) e di un consistente aumento dei profitti (+38% in termini tendenziali nel III trimestre), che spiegherebbero il forte incremento degli investimenti (+0,7% in termini congiunturali annualizzati). La stessa produzione industriale – sulla base degli indicatori anticipatori – sembra essere in aumento sia in gennaio che in febbraio del 2005. Su questo scenario rimane il punto interrogativo rappresentato dal prezzo del petrolio. Il Giappone – che è l'economia industrializzata più efficiente nell'utilizzo di petrolio ma anche quella tra le più dipendenti dalle importazioni di greggio – rischia ancora una volta di trasformare la crescita lenta in una fase di stagnazione. Basti ricordare l'impatto del recente rincaro del prezzo del petrolio sul PIL giapponese è stato superiore ai due decimi di punto percentuale.



L'Area Euro

Il principale problema dell'Area Euro rimane la crescita (mediamente) asfittica, che nell'anno appena concluso è risultata pari all'1,7%. Il calo contemporaneo del PIL tedesco, italiano ed olandese nell'ultimo trimestre del 2004 (rispetto al trimestre precedente) ha fatto sì che lo sviluppo congiunturale dell'Area – nonostante le buone *performance* di Francia e Spagna (rispettivamente cresciute dello 0,8 e 0,8%) – fosse solo dello 0,2%; un risultato di gran lunga inferiore a quello registrato da USA e Regno Unito. Un andamento così fiacco della congiuntura non si manifestava dal secondo trimestre del 2003, in occasione dell'ultima fase in cui l'Area Euro ha seriamente rischiato di entrare in recessione. La modesta dinamica della domanda interna in alcune regioni chiave – come Germania e Italia – si contrappone a delle buone *performance* registrate dall'economia francese e spagnola, ove la domanda interna ha mostrato una certa vivacità.

Analogamente al Giappone, le indicazioni più recenti mostrano la presenza di alcuni segnali positivi anche all'interno dell'area dell'euro. I profitti aziendali stanno aumentando da diversi mesi. Le indagini condotte presso i responsabili degli uffici acquisti mostrano come il punto di svolta inferiore sia stato superato sia nel manifatturiero che nel settore dei servizi. L'indice di fiducia dei consumatori ha ripreso a crescere in gennaio. Nel complesso, le previsioni della BCE per il 2005 mostrano una crescita compresa tra l'1,7% e il 2,0%, con un tasso di inflazione al consumo (pari al 2,4% tendenziale nel mese di dicembre) che dovrebbe rimanere ampiamente sotto controllo. Le aspettative inflazionistiche non segnalano tensioni particolari. L'unico possibile elemento di novità (negativa) è rappresentato da *second round effects* eventualmente indotti dalla persistenza di un prezzo elevato del petrolio.

Preoccupazioni più consistenti provengono invece dal settore immobiliare ove sembra esistere una bolla immobiliare sempre più intensa. Durante il terzo trimestre del 2004 i prezzi degli immobili – sostenuti dalla forte espansione della liquidità e dalla cospicua espansione del credito – sono mediamente aumentati dell'8,7% su base annualizzata, con punte superiori al 15% in paesi come la Francia (ove negli ultimi 6 anni le quotazioni immobiliari sono praticamente raddoppiate).

Il combinato disposto di una bolla immobiliare e di una crescita modesta – dovuta ai molti impedimenti strutturali che ancora oggi vincolano le economie dell'Area Euro e alla realizzazione di *shock* negativi come il rincaro perolifero – è stato definito “Stagflazione del II tipo”, le cui implicazioni sono rilevanti soprattutto per la conduzione della politica monetaria. Più modeste sono le *performance* dell'economia reale, maggiori sono i rialzi conosciuti dal mercato immobiliare che si accompagnano ad una ulteriore riduzione degli *spreads* (già assai ridotti rispetto al valore standard) sul mercato del credito. Ne deriva un dilemma non piccolo per la gestione della politica monetaria. Da un lato, tenendo conto dell'apprezzamento del tasso di cambio dell'euro e della modesta *performance* della domanda interna, la Banca Centrale Europea sarebbe orientata ad allentare (o almeno a non modificare) la politica monetaria. Dall'altro, la stessa BCE sarebbe indotta a restringere la politica monetaria, nel tentativo di tenere sotto controllo la sempre più preoccupante bolla immobiliare. Al momento attuale sembra nettamente prevalere la prima strategia che peraltro, unitamente alle aspettative di ulteriori rialzi dei tassi USA, incoraggia il *carry trade* sull'euro e quindi concorre a favorire un indebolimento dell'euro sui mercati valutari. Le aspettative di tassi di interesse stabili in Europa e crescenti

negli USA favoriscono infatti l'indebitamento nella moneta europea con successive presa di posizioni speculative sul dollaro, che di conseguenza si apprezza (nonostante l'enorme *deficit* commerciale USA). Evidentemente, qualora la BCE giudicasse insostenibile la bolla immobiliare, potrebbe essere avviato un ciclo rialzista dei tassi, con ovvie conseguenze negative per l'economia reale.

La Germania

Nel IV trimestre il PIL tedesco è diminuito su base congiunturale dello 0,2% (ripetendo la stessa *performance* del trimestre precedente), per via di una domanda interna sempre debole, come dimostrato dalle vendite al dettaglio diminuite del 2,7% a dicembre rispetto ad un anno prima (TAB. 1.1). Rimangono invece vivaci le esportazioni che hanno raggiunto i 734 miliardi di euro. Nel complesso la Germania ha registrato nel 2004 una crescita pari all'1,0%.

Contrariamente a quanto comunemente ritenuto la competitività di prezzo dell'export tedesco è diminuita solo in modo modesto (4% rispetto ai livelli del 2002 se misurata in termini di tasso di cambio reale effettivo rispetto ai costi unitari del lavoro) grazie alla contenuta dinamica salariale, contribuendo in tal modo a spiegare l'ottima *performance* registrata dell'export tedesco – che nel corso degli ultimi anni è riuscito ad aumentare le quote dei mercati mondiali. Oltre a ciò non vanno dimenticati i profitti delle imprese (indice DAX) cresciuti quasi del 70% grazie a un forte processo di *cost cutting* (più che all'aumento dei fatturati). Infine, la prospettiva sul quadro macro è in corso di miglioramento anche grazie all'irrobustimento di molti indicatori di fiducia (come quelli elaborati dall'IFO), che nell'opinione di molti dovrebbero favorire una netta ripresa sia degli

investimenti che soprattutto dei consumi (ancora oggi depressi a causa del perdurante clima di sfiducia che spinge le famiglie tedesche a mantenere elevato il livello dei risparmi per motivazioni precauzionali).

La Francia

La Francia continua a registrare delle buone *performance*. Nel corso del 2004 il PIL è cresciuto del 2,3%, anche grazie all'accelerazione conosciuta nel IV trimestre dell'anno (+0,8% su base congiunturale) dopo la quasi stagnazione realizzata nel III trimestre – favorita dalla ripresa della domanda interna, sostenuta dai consumi delle famiglie. Unico neo il deterioramento dei conti con l'estero che – a seguito del forte incremento del prezzo del petrolio – hanno registrato il peggior risultato dal 1991 (con un deficit di quasi 8 miliardi di euro). Un risultato che ha immediatamente innescato una reazione da parte delle autorità di governo che hanno stanziato fondi a favore delle PMI per incentivarne l'attività di esportazione.

L'Italia

L'economia italiana sta attraversando una fase congiunturale decisamente peggiore di quanto ci si potesse attendere. Le stime preliminari fornite dall'ISTAT mostrano per il IV trimestre un aumento del PIL dell'1,0% su base tendenziale (TAB. 1.2) e un calo dello 0,3% rispetto al trimestre precedente (TAB. 1.1), dovuto al debole andamento dei consumi, ma soprattutto degli investimenti e delle esportazioni. In media d'anno il 2004 dovrebbe essersi chiuso con una crescita pari all'1,1%, migliore rispetto a quella dell'anno precedente (+0,4%) ma decisamente inferiore sia alle attese (+1,5% circa) che al potenziale di crescita (2,0%).

La deludente *performance* del IV trimestre – che fa seguito ad una crescita pari allo 0,4% registrata

nei due trimestri precedenti – ha dei riflessi negativi anche sulle prospettive per l'anno appena iniziato. L'effetto trascinamento – calcolato rapportando il dato di PIL dell'ultimo trimestre 2004 al valore medio dell'anno – è infatti praticamente nullo (+0,1%). Le stesse previsioni formulate dai principali istituti di ricerca continuano ad essere improntate ad un moderato pessimismo. In primis perché la produzione industriale sta seguendo un trend decrescente da ormai due anni: dopo il calo dello 0,6% nel 2003, anche il 2004 ha registrato una diminuzione, anche se di poco più contenuta (-0,4%). Le previsioni elaborate dall'ISAE mostrano che la flessione continuerà in gennaio per arrestarsi in febbraio. In secondo luogo perché, diversamente dalla Germania, la scarsa dinamica della domanda interna non riesce ad essere supportata da una *performance* vivace delle esportazioni. Si inizia perciò a diffondere il (fondato) timore che l'Italia non riesca ad agganciare la ripresa esistente a livello internazionale. Peraltro questa possibilità viene concretamente presa in considerazione dallo stesso FMI che nell'ultimo esercizio previsivo ha stimato una crescita del PIL italiano (nel corso del 2005) pari all'1,7%, con un tasso di disoccupazione fermo all'8% della forza lavoro e un deficit pubblico superiore – anche se di poco (3,15%) – alla soglia prevista dal Patto di Stabilità.

2. I tassi di interesse in Europa e in Italia

In questi ultimi mesi la politica monetaria della BCE non è cambiata e il tasso d'interesse minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali (Repo) è rimasto fermo al 2% del giugno 2003. Da alcuni mesi, inoltre, i comunicati ufficiali continuano a sostenere che le pressioni inflazionistiche *interne* rimangono contenute e che non c'è alcuna significativa evidenza di una loro crescita: l'ele-

vata volatilità dell'inflazione, che ha spesso toccato punte superiori al 2%, sarebbe riconducibile soprattutto all'andamento del prezzo del petrolio.

Sempre secondo la Banca Centrale Europea, però, alcuni rischi per la stabilità dei prezzi di medio periodo ci sono, e occorre rimanere “vigili” nei loro confronti. Tra questi rischi non figura comunque la crescita economica, prevista in aumento nel 2005 e 2006, ma non in maniera tale da generare forti pressioni sui prezzi (TAB. 1.3).

Quali siano questi rischi potenziali cui la Banca Centrale fa riferimento è continuamente messo in evidenza e ripetuto in tutte le ultime conferenze stampa del Presidente e nei Bollettini mensili. Il primo pericolo è che i ripetuti episodi di inflazione superiore al 2% possano modificare verso l'alto le aspettative di medio-lungo periodo del pubblico. Ne deriverebbe un'influenza negativa sui nuovi contratti di lavoro, con aumenti di salari troppo elevati che, a loro volta, spingerebbero verso l'alto i prezzi. Il fenomeno potrebbe essere aggravato da un'ulteriore salita del prezzo del petrolio, da aumenti tariffari e da un incremento delle imposte indirette: questi fenomeni, pur esercitando solo un effetto temporaneo sull'inflazione, potrebbero dare al pubblico l'impressione che la Banca Centrale non riesca a mantenere il suo obiettivo di una crescita dei prezzi leggermente sotto il 2% nel medio periodo, con la conseguenza di una revisione verso l'alto delle aspettative inflazionistiche. I comunicati ufficiali ribadiscono infatti in continuazione che è essenziale fare in modo che l'andamento di breve periodo dell'inflazione non influenzi le aspettative di lungo-termine.

Il secondo pericolo deriva dall'eccezionale crescita della moneta degli ultimi anni che ha portato la liquidità dell'Area Euro a “un livello superiore a quello necessario per finanziare una crescita economica non inflazionistica”. A questo pericolo, che però secondo la BCE

riguarderebbe solo il medio-lungo periodo, si aggiunge il fatto che l'attuale basso livello dei tassi d'interesse ha spinto il settore non finanziario ad indebitarsi in maniera massiccia: in particolare, la forte crescita dei mutui alle famiglie, accompagnata all'elevata liquidità del sistema, potrebbe, in alcune zone, aver portato i prezzi degli immobili a un livello insostenibile, col rischio di determinare nel futuro effetti destabilizzanti per l'economia.

Nel complesso, comunque, anche se a dicembre la BCE ha rivisto al rialzo le sue proiezioni sull'inflazione per il 2005, i valori stimati per l'anno in corso e per il 2006 rimangono compatibili con la sua definizione di stabilità dei prezzi (TAB. 1.4).

Questi dati, che la BCE calcola nell'ipotesi di tassi ufficiali inalterati, risultano allineati alle previsioni degli altri enti (TAB. 1.3), che invece tengono conto degli interventi correttivi di politica monetaria. Questo conferma che al momento è corretta la posizione "attendista" della Banca Centrale Europea che parla solo della necessità di un attento monitoraggio. Tra l'altro, a differenza che per l'inflazione, le sue "proiezioni" sulla crescita del PIL sono state riviste al ribasso. Un aumento dei tassi, non giustificato dal sorgere di significative pressioni

inflazionistiche, potrebbe ripercuotersi negativamente sulla ripresa economica già di per sé molto modesta.

Anche l'andamento dell'insieme di tutti i principali indicatori economici risulta nel complesso tale da non richiedere interventi restrittivi da parte della Banca Centrale (TAB. 1.5): rispetto a qualche mese fa l'inflazione si è ridotta, come pure la crescita della produzione industriale e del PIL. Si sono infine ridimensionate anche le aspettative (SPF) sull'inflazione e sulla crescita economica. L'unica variabile che ha segnato un incremento è l'indice del clima economico.

Le aspettative del mercato

La crescita economica ancora modesta e gli ultimi dati sull'inflazione corrente e sulle aspettative di medio-lungo periodo hanno convinto il mercato che il momento in cui i tassi saranno modificati non è vicino.

A questa convinzione hanno contribuito in maniera rilevante anche il contenuto delle comunicazioni ufficiali della BCE, e, probabilmente, anche le sue stesse proiezioni (TAB. 1.4) che prevedono, nell'ipotesi di Repo costante, un valore dell'inflazione attorno al 2% nel 2005 e ancora inferiore nel 2006.

Questo fenomeno è bene messo in evidenza dal confronto fra le curve dei tassi impliciti relative agli ultimi mesi (FIG 1.3): le curve, infatti, si sono spostate progressivamente verso destra e abbassate nella parte più "a lunga".

TAB. 1.3: Le previsioni macroeconomiche per l'Europa (varie fonti)

Fonte	Data Previs.	PIL reale		Inflazione	
		2005	2006	2005	2006
BCE	Dic.	1,4-2,4	1,7-2,7	1,5-2,5	1,0-2,2
(media)	Dic.	1,9	2,2	2,0	1,6
FMI	Set.	2,2	n.d.	1,9	n.d.
CE	Oct.	2,0	2,2	1,9	1,7
OCSE	Nov.	1,9	2,5	2,0	1,7
CEF	Gen.05	1,7	2,0	1,8	1,7
EZB	Gen.05	1,7	2,0	1,8	1,7
SPF	Feb.05	1,8	2,1	1,9	1,8

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

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, vari numeri.

TAB. 1.4: Le "proiezioni" della BCE su inflazione e crescita del PIL

	Data previs.	2004	2005	2006
Inflazione	Giu.04	2,1 ± 0,2	1,7 ± 0,6	-
	Set.04	2,2 ± 0,1	1,8 ± 0,5	-
	Dic.04	2,2 ± 0,1	2,0 ± 0,5	1,6 ± 0,6
PIL	Giu.03	1,7 ± 0,3	2,2 ± 0,5	
	Set.04	1,9 ± 0,3	2,3 ± 0,5	
	Dic.04	1,8 ± 0,2	1,9 ± 0,5	2,2 ± 0,5

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, vari numeri

TAB. 1.5: I principali indicatori economici

Indicatori:	Sett. 2004	Feb. 2005
Repo	2,0	2,0
Inflazione	2,3	1,9
Repo – inflazione	-0,3	1,1
Δ% pr. beni ind. (non energ.)	0,7	0,8
cambio \$/€	1,23	1,32
prezzo petrolio (in euro)	34,1	33,6
Δ% produz. industriale destag.	2,8	0,2
Δ% produz.manifatturiera	3,4	-0,3
Δ% PIL	2,0	1,8
Indice clima economico	100,1	100,6
SPF prev. inflaz.: tra 1 anno	1,8	1,7
SPF prev. inflaz.: tra 2 anni	1,9	1,8
SPF aspett. PIL: tra 1 anno	2,1	1,9
SPF aspett. PIL: tra 2 anni	2,3	2,2

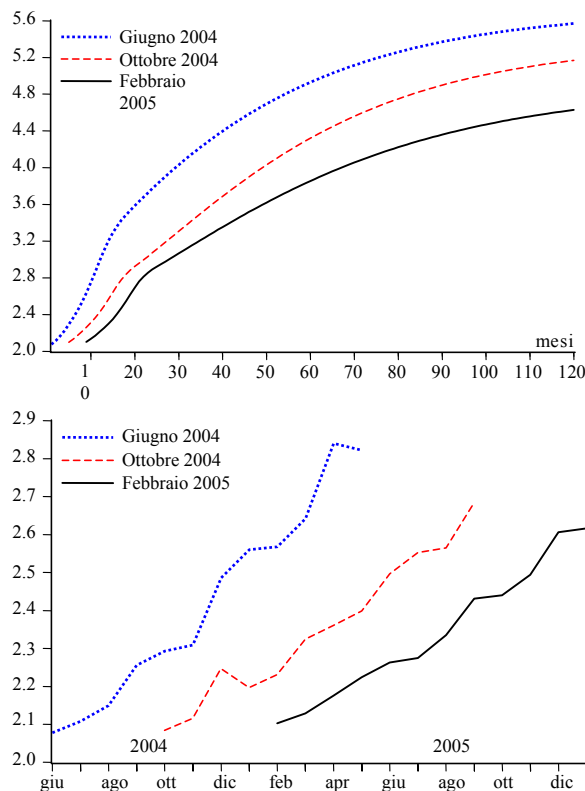
Fonte: BCE, Survey of Professional Forecasters (SPF), e nostre elaborazioni. Nota: i valori riportati nella tabella si riferiscono agli ultimi valori *disponibili* nei mesi indicati

Il quasi perfetto parallelismo fra i tratti “a breve” delle curve degli ultimi mesi e la loro forma (vedi la parte bassa della FIG.1.3) mostrano come, dalla seconda metà dello scorso anno, le aspettative di breve periodo sono sempre state di stabilità dei tassi seguita da un possibile moderato rialzo: il momento di questo rialzo, però, ogni volta sembra spostarsi più in là.

Altre informazioni si ottengono dall’analisi dell’andamento del tratto “a lunga” delle curve, il quale, oltre a risentire delle aspettative di lungo termine dei tassi a breve, risulta sensibile anche all’andamento dell’economica (corrente e atteso) oltre al livello dei corrispondenti tassi impliciti americani. Il progressivo spostamento verso il basso dei tratti “a lunga” delle curve, più accentuato da noi che negli USA, se da un lato conferma che non ci sono grosse attese inflazionistiche, dall’altro suggerisce che le aspettative sull’entità della ripresa economica nella zona-Euro si sono andate ridimensionando.

La FIG. 1.4 riporta, per il periodo febbraio 2004-febbraio 2005, una stima dell’evoluzione giornaliera della media delle aspettative degli operatori sul futuro valore del Repo. Il grafico, costruito in base ai tassi impliciti dell’Euribor, riporta le

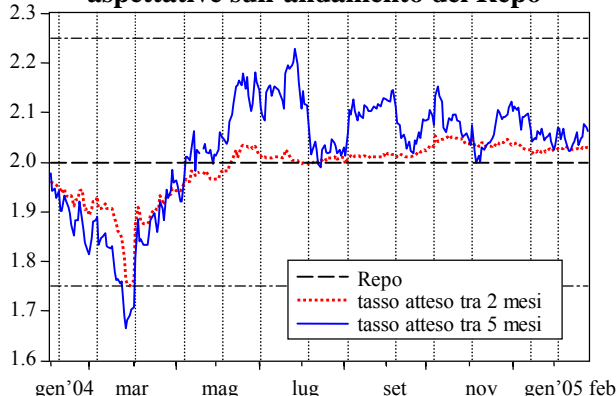
FIG. 1.3: Tassi impliciti mensili



Fonte: *Il Sole 24Ore*, diversi numeri, e nostre elaborazioni.

aspettative a 2 e 5 mesi, e conferma che, dopo l’attesa a marzo 2003 di una riduzione molto vicina del tasso ufficiale, da giugno in avanti le aspettative si sono mosse in direzione opposta: il mercato ha cominciato a ritenere più probabile un rialzo, pur se non imminente (l’aspettativa a 2 mesi è sempre rimasta vicina al valore del 2% del Repo). Quest’aspettativa al rialzo è risultata comunque più intensa a giugno-luglio, per poi ridimensionarsi. Dal grafico si notano comunque diverse oscillazioni nell’andamento delle aspettative a 5 mesi, che si smorzano subito dopo le riunioni del Consiglio Direttivo: sembrerebbe quindi che le informazioni contenute nella conferenza stampa del Presidente, che avvengono nel pomeriggio delle riunioni, contribuiscano a stabilizzare le aspettative del mercato.

FIG. 1.4: L'evoluzione giorno per giorno delle aspettative sull'andamento del Repo



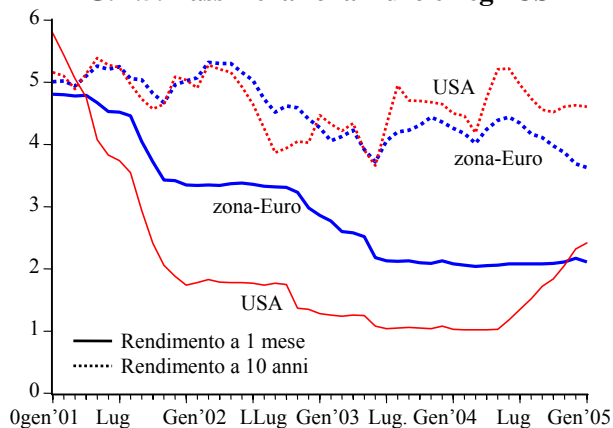
Fonte: Treasury Management Data Base e nostre elaborazioni; le linee verticali corrispondono al giorno successivo alle riunioni del Consiglio Direttivo.

I tassi di mercato Europa-USA

I tassi americani a 1 mese, che fino a novembre 2004 erano inferiori a quelli europei, a partire da dicembre sono diventati più alti (FIG. 1.5).

Il motivo di questo fatto è che mentre la BCE ha mantenuto il suo tasso ufficiale al 2%, la Fed ha progressivamente portato i suoi tassi nel periodo 30 giugno 2004-2 febbraio 2005 dall'1 al 2,50%. A differenza che per la zona-Euro, inoltre, dove l'aspettativa è che nel 2005 i tassi a breve rimarranno stabili, con al più una leggera tendenza alla crescita verso fine anno, gli operatori americani si aspettano ulteriori incrementi

FIG. 1.5: Tassi nella zona-Euro e negli USA

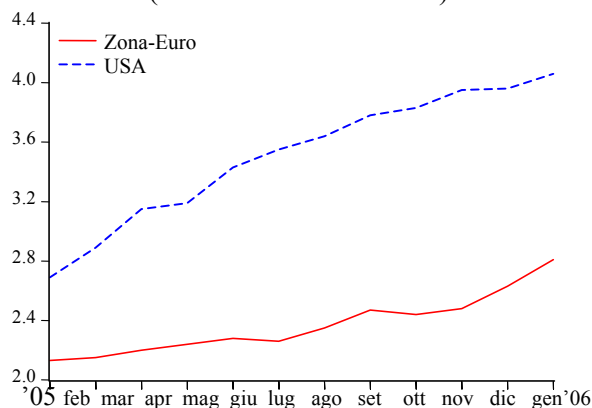


Fonte: BCE e FED.

già nel breve periodo (FIG. 1.6). Nel complesso il mercato prevede che, nel 2005, i tassi a breve in America, e quindi anche il rendimento dei Fed-funds, salgano progressivamente di circa un punto.

Contrariamente a quanto ci si attendeva all'inizio dello scorso anno, negli ultimi 12 mesi il rendimento dei titoli di Stato decennali si è ridotto sia negli Stati Uniti che nella zona-Euro. Solo di recente si è manifestata una controtendenza, che, negli USA è iniziata negli ultimi mesi dello scorso anno. Nella zona-Euro, invece, la ripresa dei tassi a lunga ha avuto luogo solo nel mese di febbraio, sulla scia di un certo andamento al rialzo dei rendimenti dei titoli del Tesoro americano. Questi ultimi hanno infatti risentito delle perplessità espresse dal presidente della Federal Reserve, durante gli interventi presso le Commissioni bancarie di Senato e Camera in merito ai troppo modesti rendimenti della parte lunga della curva USA. Nell'ultimo semestre, invece, i titoli governativi dell'Area Euro avevano continuato a scendere: il rendimento del Bund decennale è passato dal 4,43% della prima metà di giugno 2004 al 3,44% (minimo storico) del 9 febbraio scorso. Dopo il

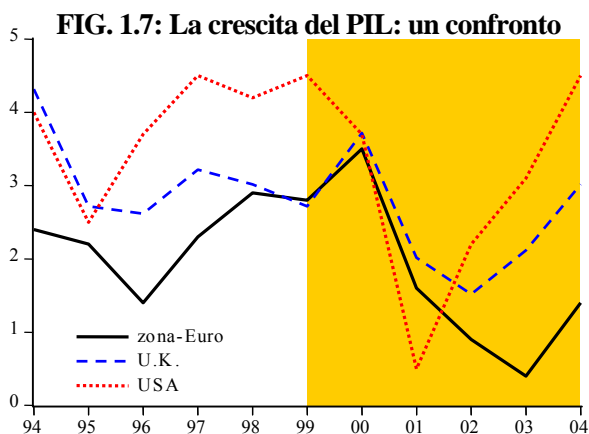
FIG. 1.6: Tassi impliciti Euro e USA a un mese (curve al 25 febbraio 2005)



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

brusco movimento nei rendimenti USA che ha seguito le citate dichiarazioni di Greenspan, il rendimento del *benchmark* governativo tedesco è risalito a circa il 3,75%.

E' comunque dal 2003 che i rendimenti dei titoli di Stato decennali americani risultano superiori a quelli degli analoghi titoli europei (FIG. 1.5). I rendimenti a lunga della zona-Euro, pur oscillando in fase con quelli americani, si situano a un livello inferiore anche per la minor crescita economica dei paesi della zona-Euro. In effetti, dalla FIG. 1.7 che confronta la crescita del PIL reale nella zona-Euro con quella di Stati Uniti e Inghilterra, emerge chiaramente che la crescita tendenziale dei paesi dell'unione monetaria è la più bassa. Tra l'altro, USA e UK sono usciti all'ultima crisi internazionale molto prima dei paesi aderenti all'UME, i quali, almeno per quanto riguarda la crescita del PIL, non sembrano finora aver tratto alcun giovamento dall'introduzione dell'euro. Per quanto riguarda le previsioni sui tassi a lunga USA, i dati forniti dalla SPF¹ sui decennali americani suggeriscono che i rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero salire di qualcosa di più di $\frac{3}{4}$ di punto da ora a fine anno, per poi aumentare ancora leggermente



Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale*.

¹ *Surveys of Professional Forecasters*, sito internet <http://www.phil.frb.org/files/spf/mean.txt>

nel 2006. Valori simili, anche se un po' più bassi si hanno per le obbligazioni corporate AAA a lungo termine.

Secondo queste previsioni, quindi, anche i tassi a lunga europei, che si muovono in sintonia con quelli americani, e che nel 2004 si erano ridotti di circa 50 pb, potrebbero crescere di qualcosa nei prossimi mesi. Il maggior aumento dei tassi ufficiali americani e la minor crescita attesa del PIL europeo, cui si aggiunge la forza dell'euro, fanno comunque ritenere che i nostri tassi aumenteranno meno di quelli americani e continueranno pertanto a rimanere a un livello inferiore.

I tassi corporate

Negli ultimi mesi gli *spread* tra i rendimenti dei corporate *bonds* e dei titoli di Stato della zona-Euro hanno subito un lieve e progressivo restringimento, in ragione sia della ricerca da parte degli investitori di maggiori rendimenti rispetto alle obbligazioni pubbliche, sia dell'elevata liquidità presente nel sistema.

TAB. 1.6: Spread tra obbligazioni corporate e titoli di Stato in Europa

Rating	Modified Duration	Spread al 3-3-05	Variazione Spread (pb)			
			1 mese	3 mesi	6 mesi	12 mesi
AAA	2,3	7	-1	-0	-1	-0
AA	2,5	14	-1	0	1	0
A	2,3	23	-4	-7	-11	-10
BBB	2,2	53	-7	-3	-8	-24
AAA	5,0	7	-0	-0	-3	-5
AA	5,0	12	-1	-1	-4	-9
A	5,0	27	-3	-8	-7	-19
BBB	4,9	56	-7	-8	-14	-29
AAA	10,2	13	-0	-2	-5	-5
AA	10,4	24	-2	-4	-5	-8
A	10,1	39	-7	-13	-21	-25
BBB	11,3	93	-19	-34	-43	-41

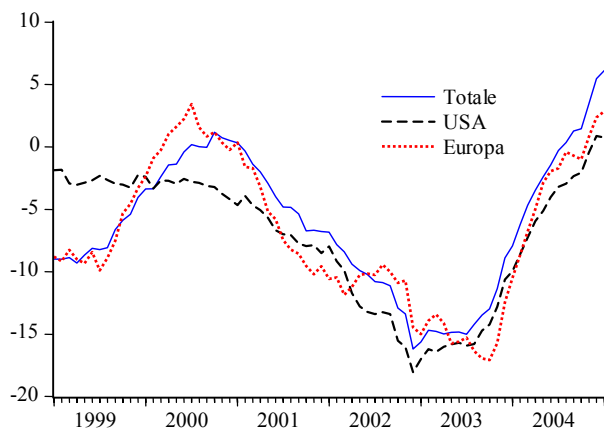
Fonte MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni; gli spread sono calcolati rispetto ai titoli governativi tedeschi pari *modified duration* ed elaborati in termini di media mobile a 5 sedute.

La riduzione degli *spread* ha caratterizzato soprattutto le scadenze medio/lunghe e le emissioni con *rating* non elevato. Movimenti di minore entità sono stati invece registrati dai titoli di *rating* “AAA”, i cui differenziali di rendimento rispetto ai *bonds* governativi avevano già raggiunto livelli particolarmente bassi (TAB. 1.6).

Il calo degli *spread* è stato agevolato dalla continua flessione del tasso di insolvenza. Quest’ultimo – per quanto attiene le emissioni con *rating* inferiore al BBB – nel gennaio scorso si è attestato al 2,26% (minimo dal febbraio ’98).

Va però segnalato che le prospettive appaiono meno favorevoli rispetto al recente passato e infatti Moody’s stima un incremento nei prossimi dodici mesi tasso di insolvenza sino al 2,98%. Va anche sottolineato che questa agenzia sta proseguendo nella sua attività di revisione dei giudizi (nell’ultimo anno è stato modificato il *rating* del 24% degli emittenti), con una netta prevalenza degli *upgrade* sui *downgrade* in tutte le aree geografiche (FIG. 1.8). Questo fatto, ovviamente, ha determinato ulteriori vantaggi ai possessori di obbligazioni societarie che hanno visto migliorate il loro *rating*.

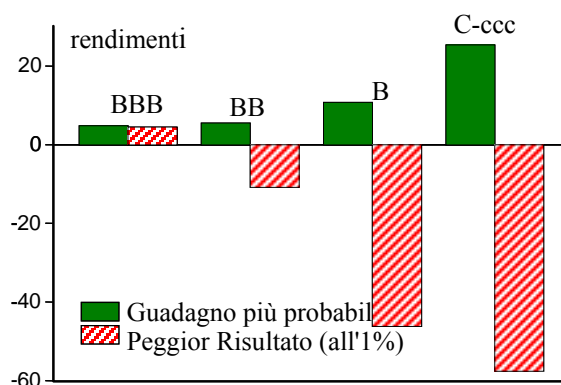
FIG. 1.8: Variazione giudizio di Moody's



Fonte: Moody’s e nostra elaborazione; medie mobili 12 mesi, valori %; periodo: gen.1999 – gen.2005.

Anche in questa fase di miglioramento della “qualità” delle imprese, però, nel caso di *rating* “bassi” il rischio per un investitore che non diversifica il portafoglio rimane sempre particolarmente elevato. Questo emerge chiaramente dalla FIG. 1.9 che riporta il probabile rendimento² che, in 12 mesi, avrebbe ottenuto il possessore di un’obbligazione *corporate* europea nella media degli anni ‘90. L’ipotesi alla base dei calcoli è molto astratta: si suppone che i titoli siano *zero coupon* a scadenza un anno e che i rendimenti di mercato restino costanti. I *rating* esaminati sono quelli da BBB in giù. Sono state considerate sia le probabilità che il *rating* dell’impresa cambi, sia la probabilità l’impresa diventi insolvente. In questo ultimo caso il *recovery rate* è stato supposto uguale a quello medio storico della relativa classe di *rating*: la matrice di transizione è stata ricavata da Riskmetrics ed è un’elaborazione di quella di Moody’s. Per ogni *rating* è stato calcolato anche il corrispondente rischio, definito come il peggior risultato che potrebbe verificarsi all’1% di probabilità.

FIG. 1.9: Rendimento “probabile” e rischio delle obbligazioni con diverso rating

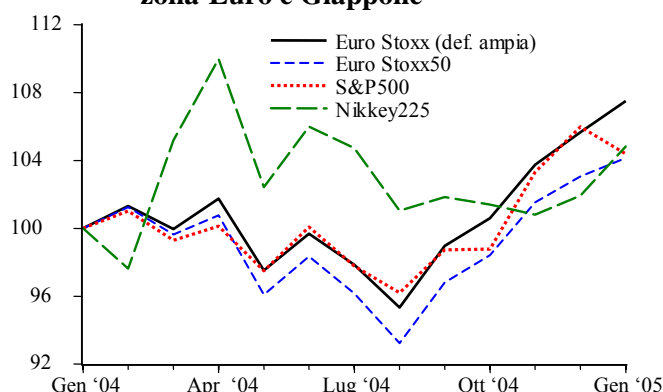


Fonte: nostre elaborazioni su dati di Riskmetrics e Moody’s

² In termini statistici si tratta della cosiddetta “moda”.

Appare evidente che, per i *rating* più bassi, in contropartita a un rendimento “probabile” elevato, vi è un rischio, che per un investitore, che limitasse i suoi acquisti a un solo titolo potrebbe risultare insostenibile. Il miglioramento delle condizioni economiche riduce infatti soltanto l’entità del problema.

FIG. 1.10: L’indice di borsa in USA, zona-Euro e Giappone



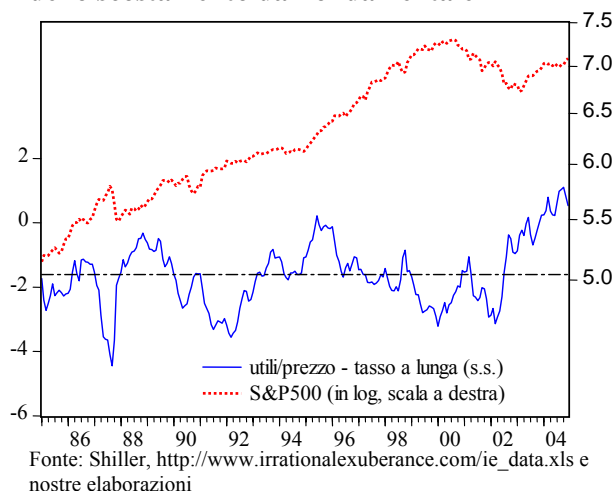
Fonte: BCE: valori mensili gen.1999-set.2004, posto pari a 100 il valore del gennaio 2004.

I prezzi delle azioni

Dopo un andamento flessivo nella prima parte del 2004, a partire da settembre i prezzi delle azioni in America e Europa hanno presentato un significativo rialzo (FIG. 1.10). Più volatile è risultato l’andamento della borsa giapponese, i cui corsi sono comunque aumentati da novembre a gennaio.

Se però si osservano i dati relativi all’indice Standard&Poor 500, e si confronta l’andamento dell’indice con la differenza tra il rapporto dividendi/prezzo e il tasso reale (FIG. 1.11) si nota che, nonostante la crescita negli ultimi mesi dell’indice, la differenza tra il rapporto dividendi/prezzo e il tasso a lunga è rimasta ben al di sopra del suo valore tendenziale: questo fenomeno, che corrisponde a una certa sottovalutazione dei titoli azionari, è spiegabile con qualche remora dei risparmiatori ad investire in

FIG. 1.11: L’indice S&P500 e una misura dello scostamento dal fondamentale



Fonte: Shiller, http://www.irrationalexuberance.com/ie_data.xls e nostre elaborazioni

questo tipo di titoli dopo le perdite subite nei primi anni del 2000, cui si sommano le aspettative di un aumento dei tassi a lunga.

In effetti, le altre due possibili spiegazioni del fenomeno (l’attesa di una diminuzione dell’inflazione USA o l’aspettativa di una caduta degli utili delle imprese americane) non sembrano credibili: le aspettative del mercato sulla crescita del PIL e gli utili delle imprese sono tuttora positive (TAB 1.7)

TAB. 1.7: Le aspettative sull’economia americana

	I trim. 2005	IV trim. 2005	2006 (media)
profitti	798,1	838,0	865,0
PIL reale	11078,1	11377,2	11625,0

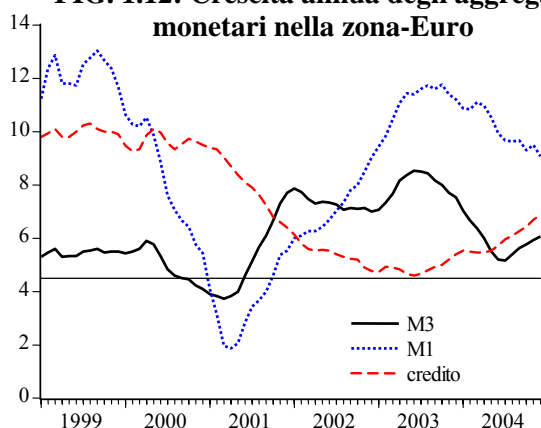
Fonte: *Surveys of Professional Forecasters*, sito internet <http://www.phil.frb.org/files/spf/mean.txt>

3. Gli aggregati monetari e crediti

Dopo un periodo di flessione durato circa un anno, dalla seconda metà del 2004 la crescita di M3 nell’Area dell’Euro ha ripreso a salire e a dicembre ha raggiunto il 6,1% (FIG. 1.12). La crescita della sua componente più liquida, la M1, risulta in diminuzione dal 2003 ma si mantiene tuttora su livelli sostenuti (9,1% a fine anno).

Per quanto riguarda le contropartite dell'aggregato monetario, la crescita dei prestiti risulta in continua ascesa ed è ormai prossima al 7%; in particolare, il credito alle famiglie ed alle imprese cresceva a fine anno al 6,1%.

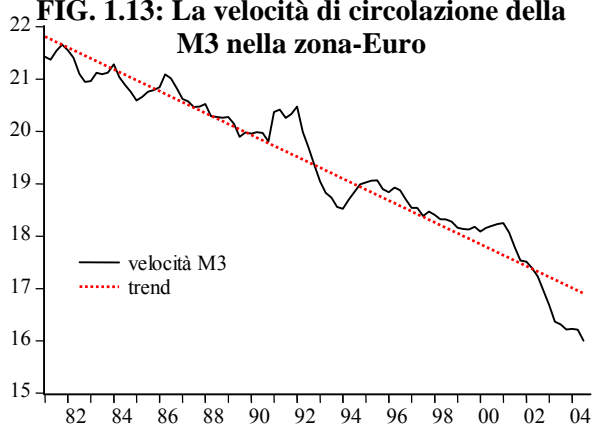
FIG. 1.12: Crescita annua degli aggregati monetari nella zona-Euro



Fonte: BCE; medie mobili trimestrali.

Questa forte crescita della moneta e del credito ha sollevato qualche preoccupazione presso la Banca Centrale Europea, anche perché i continui accumuli di liquidità hanno portato la velocità di circolazione della moneta (data dal rapporto PIL/M3) nettamente al di sotto del suo valore tendenziale (FIG. 1.13). E' ormai da diversi mesi che, secondo la BCE, la liquidità del sistema è eccessiva rispetto a quanto necessario per una crescita economica non inflazionistica.

FIG. 1.13: La velocità di circolazione della M3 nella zona-Euro



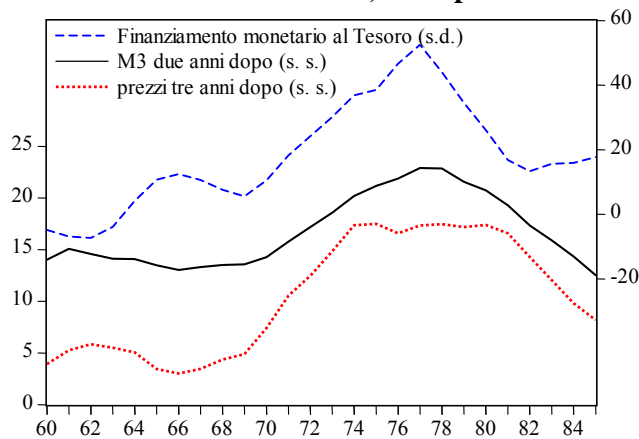
Fonte: BCE; dati trimestrali.

La situazione attuale, però, ha ben poco a che vedere con quegli episodi di crescita monetaria che nel passato hanno preceduto un forte rialzo dell'inflazione.

A parte il fatto che la velocità della moneta è sì bassa, ma dell'ordine di quanto già accaduto qualche volta negli ultimi anni, va tenuto presente che negli episodi inflazionistici del passato la crescita della moneta era stata di natura *esogena*, ovvero, "spinta" dall'*offerta*. In questi episodi si era, cioè, manifestata qualche causa esterna X (ai tempi della moneta metallica la scoperta di nuove miniere d'oro o qualche infelice riforma, più recentemente un abnorme finanziamento monetario del Tesoro) che portava lo *stock* di moneta a un livello superiore a quello ritenuto necessario dal settore privato. Ciò determinava un eccesso della quantità di moneta rispetto alla sua domanda che spingeva a un massiccio acquisto di titoli (con una conseguente riduzione dei tassi d'interesse) e di beni: la domanda di questi ultimi veniva anche stimolata dalla riduzione dei tassi. Se la causa X alla base dell'aumento della moneta non veniva eliminata, la quantità di moneta continuava a salire e la conseguente domanda di beni portava il sistema produttivo al di là della sua capacità produttiva, con l'effetto che gli incrementi di domanda si scaricavano sui prezzi, dando inizio a un processo inflazionistico.

Qualcosa di simile è accaduto in Italia negli anni '70-inizio anni '80. La forte crescita del finanziamento monetario del Tesoro ha determinato, con qualche ritardo, un forte aumento della crescita della moneta che è stato seguito, con circa un anno di distanza, da un forte aumento dell'inflazione (FIG. 1.14).

FIG. 1.14: Crescita in Italia di finanziamento monetario del Tesoro, M3 e prezzi

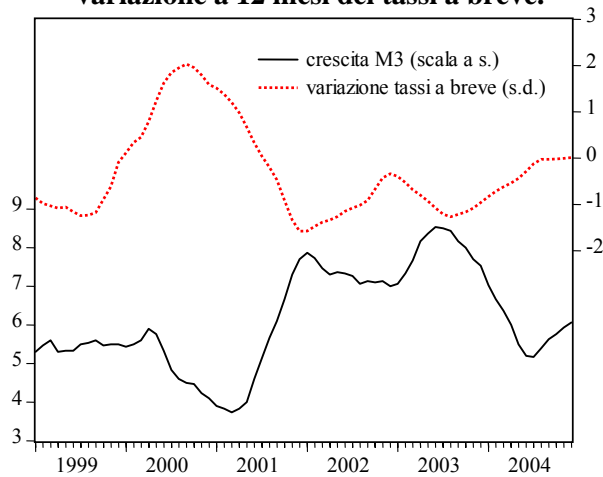


Fonte: BdI, Istat e nostre elaborazioni (medie mobili di 5 anni).

Il caso attuale della zona-Euro è però molto diverso. La Banca Centrale Europea *controlla il tasso* e la moneta è *endogena* non esistendo una causa esterna alla crescita dell'offerta di moneta. Questo significa che gli attuali bassi tassi d'interesse (e l'ancora elevata avversione per il rischio) hanno determinato una riallocazione dei portafogli dai titoli (che rendono poco) alla moneta (che rende ancora meno, ma è più comoda, più sicura, e non è soggetta al rischio di perdite in c/ capitale), con l'effetto che le forte crescita della moneta è stata "voluta" dal pubblico (FIG. 1.15). Non c'è quindi alcuno squilibrio tra quantità di moneta e domanda e, di conseguenza, il fenomeno prima descritto non si verifica.

Questo però non significa che non esistano rischi. Come la BCE ha sottolineato nel Bollettino di febbraio, se una parte significativa di questo eccesso di liquidità dovesse venir destinata all'acquisto di beni e servizi, specie in concomitanza con un rafforzamento del clima di fiducia e dell'attività economica reale, si presenterebbero rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo. E, per evitare questo, la Banca parla delle necessità di un attento monitoraggio dei pericoli inflazionistici.

FIG. 1.15: Crescita annua della M3 e variazione a 12 mesi dei tassi a breve.



Fonte: BCE.

A questo rischio insito nella crescita eccessiva della moneta si è aggiunto, più di recente, anche quello della troppo sostenuta crescita del credito che potrebbe, sostiene la Banca, essere sintomatica di aumenti, forse non sostenibili, dei prezzi delle attività, in particolare nei mercati degli immobili residenziali.

4. Raccolta, impieghi e tassi bancari in Italia

La ripresa della crescita della moneta M3 è stata molto più modesta in Italia che nella zona-Euro (TAB 1.8): a dicembre 2004 il suo valore era di oltre mezzo punto più basso di quella della media dei paesi della moneta unica. Anche in Italia, comunque, la M1 cresce più della M3, ma il suo tasso di crescita è in forte decelerazione ed è inferiore di oltre un punto a quello dell'Area Euro.

Le passività, invece, crescono maggiormente nel nostro Paese; in particolare, la crescita della componente dei crediti alle famiglie ed alle imprese, superava a dicembre di 2 punti quella della media dei paesi dell'UME.

TAB. 1.8: Crescita annua della moneta e del credito nella zona-Euro e in Italia

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

Fonte: BCE e Banca d'Italia.

La raccolta. Nell'ultimo quadrimestre del 2004 la raccolta bancaria diretta è aumentata in Italia a tassi prossimi al 7%, con una crescita in ripresa rispetto a quella dei mesi precedenti (TAB. 1.9). La componente più dinamica è risultata ancora una volta quella delle obbligazioni la cui espansione, che ha raggiunto un picco nel mese di ottobre (+13%), si è mantenuta elevata anche nei mesi successivi. La crescita dei depositi in conto corrente – che tuttora rappresentano la principale forma tecnica di raccolta (47% a dicembre) – è invece in rallentamento rispetto alla prima parte dell'anno. La preferenza per il breve termine dei risparmiatori – giustificata anche dalle attese di rialzi dei tassi di interesse – sembra tuttavia ancora piuttosto elevata e questo potrebbe spiegare la timida ripresa dei pronti contro termine (+1,1% a dicembre). Sostanzialmente stabile è risultata la raccolta indiretta nonostante sia proseguita la riduzione della componente gestita da imputare prevalentemente alla riduzione delle gestioni patrimoniali.

Gli impieghi e le sofferenze. La crescita del totale degli impieghi presso le banche italiane continua ad essere caratterizzata da valori non particolarmente elevati (5% media del quadrimestre, TAB. 1.10) ed è esclusivamente trainata

dai prestiti a medio-lungo termine (+13% a dicembre); la componente a breve risulta infatti ancora in contrazione (-4% a fine anno).

Analogamente a quanto rilevato nel precedente numero di *Osservatorio*, sono i prestiti alle famiglie a far registrare i tassi di crescita più sostenuti: continua infatti l'espansione dei mutui che aumentano a tassi prossimi al 20%, cui si accompagna anche una dinamica molto sostenuta del credito al consumo (+15,4% a dicembre). Con riferimento al totale degli impieghi del settore delle imprese non finanziarie, si rilevano tassi di variazione del totale degli impieghi decisamente più contenuti (5,5% a dicembre): a fianco di una sostenuta domanda di prestiti a medio-lungo termine (13% a dicembre), l'aumento dei prestiti a breve termine è ancora modesto, pur se, a partire dal mese di novembre, la crescita è leggermente positiva.

TAB. 1.9: La raccolta delle banche italiane (variazione sui 12 mesi)

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

Si mantiene invece pressoché costante rispetto ai mesi precedenti il tasso di crescita delle sofferenze complessive (10,3% a dicembre): la minor crescita delle sofferenze all'interno del settore delle imprese (passato nell'ultimo quadrimestre, dal 16,3% al 14,7%) risulta compensato dalla maggior crescita delle sofferenze del settore famiglie (dal 2,9% a 4,1%).

TAB. 1.10: Gli impieghi delle banche italiane
(variazione sui 12 mesi)

	2003	2004		
	Sett	Ott	Nov	Dic
Impieghi totali	4,9	4,7	5,7	5,5
di cui:				
- a breve	-3,2	-4,5	-1,7	-4,1
- a medio/lungo	12,1	12,1	12,4	13,1
Sofferenze lorde	10,7	10,6	10,4	10,3
Impieghi a società	5,0	4,7	4,8	6,7
di cui:				
- con scadenza <1 a.	-0,9	-0,4	3,3	1,2
- con scadenza > 1 a.	9,5	8,9	9,4	8,6
- sofferenze	16,1	15,1	14,7	
Prestiti a famiglie	12,2	12,6	13,1	13,4
di cui:				
- credito al consumo	14,0	16,4	14,7	15,4
- acquisto abitazione	19,0	18,6	19,7	19,8
- sofferenze	2,9	3,9	4,1	

I titoli in portafoglio. I dati rilevati nel quadri-
mestre terminante a dicembre confermano la
ripresa del portafoglio titoli, che in alcuni mesi
appare addirittura molto sostenuta (8,8% a
novembre, TAB. 1.11). Tale dinamica è da
imputare principalmente all'aumento dei titoli di
debito emessi dalle imprese e da governi esteri
(+33% a dicembre) prosegue per contro la
contrazione dell'ammontare di titoli di Stato in
portafoglio, la cui consistenza è ormai stabil-
mente inferiore a 90 miliardi di euro.

TAB. 1.11: Il portafoglio titoli (variaz. 12 mesi)

	2003	2004		
	Sett	Ott	Nov	Dic
Portafoglio titoli totale	1,6	5,4	8,8	3,8
di cui:				
- Titoli di Stato	-11,3	-6,9	-3,1	-10,2
- altri titoli	28,0	31,1	33,2	33,1

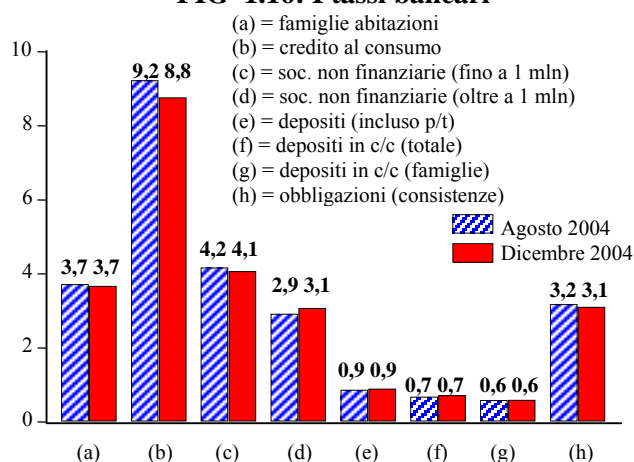
Fonte: Banca d'Italia.

I tassi bancari. I tassi applicati dalle banche
italiane sulle nuove erogazioni di prestiti hanno
proseguito la loro discesa in atto da oltre due
anni (a parte i prestiti alle grosse società non
finanziarie), anche se le ultime variazioni risul-
tano molto esigue (FIG. 1.16). Nell'ultimo qua-

drimestre si segnala, inoltre, la riduzione del
tasso praticato dalle banche sulle operazioni di
credito al consumo (settore caratterizzato da una
crescente concorrenza). Si è viceversa mante-
nuto pressoché invariato il costo medio della
raccolta, pur se si è registrato un piccolis-simo
aumento del rendimento dei conti correnti (+4
bps), cui si contrappone una riduzione del rendi-
mento relativo alle obbligazioni (-7 bps).

Tali andamenti hanno dato luogo a una lieve
ulteriore contrazione del *mark-up* che si contrap-
pone alla sostanziale stabilità del *mark-down*; ne
risulta una riduzione dello *spread* tra i tassi attivi
e passivi che passa da 4,8% di agosto a 4,5% di
dicembre.

FIG. 1.16: I tassi bancari



Fonte: Banca d'Italia.

Nota: attivi=nuove erogazioni, passivi=consistenze

5. Imprese e mercato dei capitali

I fenomeni di maggior rilievo che hanno contras-
segnato nel 2004 la raccolta di risorse tramite
Borsa Italiana Spa (sia mediante aumenti di
capitale da parte di società quotate, sia mediante
risorse raccolte in occasione dell'accesso alla
quotazione (Opvs)), sono i seguenti (TAB. 1.12):
- il volume di risorse complessivamente
raccolte è in aumento (+20%) rispetto all'anno
precedente;

- la quota prevalente (pari a poco meno dell'80%) della raccolta è stata effettuata in occasione di OPVS;
- la dimensione media delle operazioni di OPVS è sensibilmente aumentata rispetto all'anno precedente, mentre quella degli aumenti di capitale si è ridotta a poco più di un terzo di quella dell'anno precedente;
- Otto nuove società hanno fatto il loro ingresso nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA (6 in borsa, 2 al mercato Expandi).

TAB. 1.12: Flussi di denaro canalizzati dalla borsa italiana con offerte di azioni

	2003	2004
Aumenti di capitale di soc. quotate		
numero operazioni	28	23
denaro raccolto (milioni)	9.843	3.254
Importo medio (milioni)	351	141
In % della capitalizz. di fine periodo	2,0%	0,6%
In % degli scambi del periodo	1,4%	0,4%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.		
numero operazioni	6	18
denaro raccolto (milioni)	2.800	11.967
Importo medio (milioni)	467	668
In % della capitalizz. di fine periodo	0,6%	2,1%
In % degli scambi del periodo	0,4%	1,7%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani. Nel corso del 2004 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento gestiti da intermediari italiani è stata negativa per 12.319 milioni di euro. Importanti deflussi hanno riguardato soprattutto (sia in termini assoluti sia in termini relativi) i fondi di liquidità (che hanno mostrato una raccolta netta negativa per 6.800 milioni di euro) e bilanciati (raccolta netta negativa per 2.99 milioni di euro). A livello complessivo, il contributo apportato dalla raccolta netta rispetto al patrimonio netto gestito a fine 2003 è stato pari a -2,3% (TAB. 1.13).

TAB. 1.13: Raccolta netta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani

Categorie di fondi	2003	2004
Azionari	-1.203	-2.411
Bilanciati	-6.008	-2.899
Obbligazionari	10.697	-1.337
Liquidità	15.915	-6.800
Flessibili	2.676	1.128
Totale	22.067	-12.319

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni (ml di euro)

Gli scambi di titoli quotati. Il controvalore degli scambi di titoli trattati nei mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nel 2004 un aumento rispetto a quanto osservato l'anno precedente (+6,8% in media giornaliera

TAB. 1.14: Scambi sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa (milioni di euro)

Strumento	2003	2004
Azioni italiane borsa	566.482	641.376
Azioni italiane m. Expandi	390	464
Azioni italiane NM	13.831	18.719
Totale azioni	580.703	660.559
Warrant		
	426	600
Securitized Derivatives	10.833	16.468
Obbl.convertibili	1.569	943
Fondi Chiusi	124	183
Fondi Aperti e ETF	1.469	3.226
Diritti	543	350
Obbligazioni	12.544	10.890
Tit. Stato (Mot)	133.834	139.338
Strumenti derivati		
Futures su indice		
num.contratti	4.263.886	3.331.843
val.scambi	527.024	467.122
Mini-Futures su indice		
num.contratti	2.570.238	1.485.112
val.scambi	63.411	41.495
Futures su azioni		
num.contratti	468.083	1.734.256
val.scambi	2.050	7.822
Opzioni su indice		
num.contratti	2.505.351	2.220.807
val.scambi	153.998	152.839
Opzioni su azioni		
num.contratti	7.924.078	9.500.498
val.scambi	30.940	36.734

Fonte: dati Borsa Italiana Spa.

gli strumenti azionari). Anche la dimensione media dei contratti su azioni è cresciuta, superando i 23.000 euro. Il segmento che ha registrato il maggior sviluppo è stato quello degli ETF (12,6 milioni di euro in media giornaliera, +116% rispetto alla media dell'anno precedente) (TAB. 1.14).

Per quanto riguarda il mercato Idem, il segmento che ha registrato il maggior sviluppo è stato quello degli *stock futures*, i cui scambi giornalieri sono in media più che triplicati rispetto al 2003.

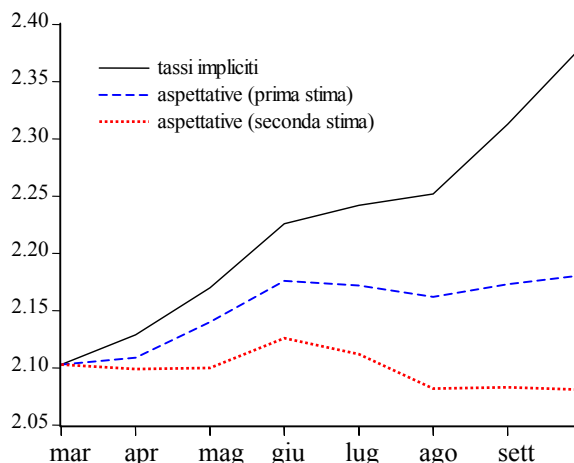
6. Le previsioni dell'Euribor e del tasso ufficiale

Le fonti di informazioni. Le principali fonti di informazioni sul futuro andamento del Repo e dell'Euribor derivano (a) dall'analisi della struttura dei tassi d'interesse a breve (tassi impliciti e/o *futures* sull'Euribor tassi), (b) dalle previsioni degli esperti, (c) dalle dichiarazioni della Banca Centrale Europea e infine (d) dall'analisi dell'andamento delle principali variabili economiche. In ogni caso le stesse informazioni che servono per prevedere l'Euribor sono anche quelle che servono per prevedere il Repo, dal momento che il tasso a più breve scadenza e l'Euribor sono strettamente legati fra loro.

Le aspettative del mercato. La struttura dei tassi d'interesse è un elemento di primaria importanza per "misurare" le aspettative del mercato, ma va tenuto presente che per determinare le corrette aspettative i tassi impliciti vanno depurati di alcune componenti, in particolare il premio al rischio. Di solito questa componente è di modesta entità, ma, in un periodo in cui la curva dei tassi per scadenza è relativamente piatta come l'attuale, è opportuno provvedere alla sua rimozione perché distorce verso l'alto i tassi impliciti. La FIG 1.17 riporta i

tassi impliciti, grezzi e depurati, calcolati in base ai dati della struttura per scadenza dell'Euribor al 4 marzo 2005 (il giorno successivo all'ultima riunione della BCE), e si riferiscono alle aspettative del mercato sulla futura evoluzione dell'Euribor mensile. L'opinione che se ne trae (vedi la curva dei tassi impliciti "depurati") è che il mercato sconta tassi ancora stabili per qualche mese, con soltanto una modesta tendenza alla crescita. Sembra pertanto che per qualche mese non siano previste variazioni del tasso ufficiale.

FIG. 1.17: Tassi impliciti e aspettative dell'Euribor a 1 mese



Fonte: Il Sole 24 Ore del 5-3-2005 e nostre stime

Le previsioni di alcuni esperti. Lo scenario è un po' diverso se si considerano le più recenti aspettative di alcuni enti di previsione. Una ricerca su internet delle previsioni rese pubblicamente disponibili negli ultimi giorni mostra che il profilo atteso dell'andamento dei tassi è abbastanza variegato. Premesso che tutti si aspettano che il rendimento dell'Euribor a 3 mesi e il Repo restino stabili fino a giugno, le previsioni per dicembre vanno da un minimo di 2,20 a un massimo di 2,75 punti. Inoltre, coloro che prevedono un aumento, ritengono che la tendenza alla crescita possa già essere in atto a

settembre. Questo significa che il valore del Repo previsto per settembre è di 2-2,25 punti, e quello per dicembre è compreso tra 2 e 2,50 punti.

I documenti della Banca Centrale. Nel Bollettino di novembre 2002³ la Banca Centrale Europea ha affermato di dedicare particolare attenzione alla formazione delle aspettative del mercato sui futuri tassi d'interesse a breve. I tassi d'interesse del mercato monetario a scadenza non brevissima (da 1 a 12 mesi) dipendono, infatti, oltre che dal valore corrente del Repo, anche dalle sue aspettative, e il peso delle aspettative cresce al crescere della scadenza. La Banca Centrale ritiene quindi fondamentale influenzare queste aspettative nella giusta direzione fornendo al pubblico informazioni corrette sulla sua futura politica monetaria

D'altro canto, sempre secondo la Banca Centrale Europea, queste informazioni non possono essere troppo precise perché, data dell'incertezza che regna in economia, deve sempre poter essere libera di riconsiderare i suoi giudizi e il suo comportamento senza correre il rischio di venir accusata di incoerenza, o, peggio, di barare col mercato.

Il compromesso migliore fra la “perfetta trasparenza sui suoi futuri interventi” e la “libertà di adattare alle circostanze la sua politica di breve periodo” consiste, secondo la Banca, nel fornire informazioni credibili sui suoi futuri piani di politica economica, ma soltanto “di natura generale e condizionale”. E, sempre secondo la BCE, questo è esattamente ciò che sta già facendo mediante le conferenze stampa del Presidente (e le altre fonti di comunicazione), in cui, descrivendo “a parole” il grado di pericolo per la stabilità dei prezzi, lancia al

mercato dei segnali *qualitativi* sulla probabilità che il Repo sia modificato nei mesi successivi.

Da queste affermazioni deriva che i documenti ufficiali sono una fonte d'informazione di primaria importanza sull'andamento futuro del Repo e vanno quindi letti e analizzati con la massima attenzione. Se si considera l'ultima conferenza stampa del Presidente (quella del 3 marzo scorso), si nota che le espressioni utilizzate sono del tutto simili a quelle contenute negli ultimi discorsi, e riprese dai successivi bollettini mensili: non vi sono al momento significative pressioni inflazionistiche, ma rimangono rischi per il medio periodo che vengono attentamente monitorati. Quali siano questi rischi è già stato analizzato nella sezione 2 di questo *Osservatorio (I tassi di interesse in Europa e in Italia)*. A questo si aggiunge il fatto che le proiezioni economica della Banca Centrale Europea hanno rivisto verso il basso la crescita del PIL reale e che le proiezioni sull'inflazione sono tali che al momento non sembrano essere necessarie manovre correttive di politica monetaria. Il messaggio contenuto nei documenti della BCE è quindi che, salvo eventi eccezionali, il tasso ufficiale dovrebbe rimanere ancora al 2% nei prossimi mesi.

Le principali variabili economiche. Rispetto a qualche mese fa l'andamento del settore reale è peggiorato, nonostante sia leggermente cresciuto l'indice del clima economico. Contemporaneamente la crescita dei prezzi dei prodotti industriali non energetici (una sorta di *core inflation*) è tuttora sotto il 2%, il tasso d'inflazione a gennaio è sceso per la prima volta dopo diversi mesi sotto il 2% e, sotto questa soglia, rimangono anche le aspettative inflazionistiche di medio-periodo. A questo si aggiunga che anche gli enti di previsione stimano per il futuro una crescita relativamente modesta e il cambio

³ Queste opinioni sono poi state riprese in altre sue pubblicazioni sulla politica monetaria.



rimane forte e le previsioni, pur in un clima di grande incertezza, non sono di un suo deprezzamento. Restano solo il problema della crescita del prezzo del petrolio e degli aggregati monetari. Il primo fenomeno crea sì tensioni inflazionistiche, ma solo nel breve periodo, che normalmente non danno luogo a interventi da parte della Banca Centrale, anche perché l'aumento del prezzo del petrolio penalizza le imprese produttive. Il secondo può essere un fenomeno rilevante ma solo nel medio-lungo periodo.

Non sembra proponibile che, in queste condizioni, la BCE aumenti i tassi di interesse.

In conclusione. Per tutti i fattori sopra evidenziati, nel breve periodo non sono previsti interventi da parte della Banca Centrale Europea che sembra orientata ad un atteggiamento attendista, a meno che si verificano eventi per ora non prevedibili.

Su queste basi è possibile tracciare una previsione per i prossimi mesi che mostra (TAB. 1.15) un andamento dei tassi a uno e 3 mesi sostanzialmente stabili.

TAB. 1.15: Le previsioni del Repo e dell'Euribor nei prossimi mesi

mese	Repo	Euribor a 1m	Euribor a 3 m
Mar	2,00	2,10	2,13
Apr	2,00	2,10	2,14
Mag	2,00	2,11	2,15
Giu	2,00	2,11	2,16
Lug	2,00	2,12	2,18
Ago	2,00	2,12	2,00
Sett	2,00	2,13	2,22

Fonte: nostre elaborazioni su dati del 22 ottobre 2004

7. ... ma la BCE ha fatto un buon lavoro?

Il primo gennaio 2005 è iniziato il settimo anno di vita della Banca Centrale Europea ed è ormai possibile dare qualche valutazione sulla sua

attività. Sinora i giudizi di esperti e economisti non sono sempre stati completamente favorevoli⁴; tra le critiche più comuni vi sono:

- l'insufficiente considerazione per l'andamento del settore reale e del cambio,
- la non piena trasparenza riguardo gli obiettivi,
- gli interventi sul cambio troppo limitati,
- la "strategia" adottata inutilmente complicata dalla ripartizione delle informazioni tra variabile economiche e variabili monetarie,
- l'insufficiente attenzione alle aspettative del pubblico e degli enti di previsione.

A queste critiche la Banca Centrale Europea ha generalmente risposto in maniera indiretta, precisando, cioè, in base a *quali criteri* essa ritiene che debba essere giudicato il suo operato. La stessa Banca Centrale Europea, comunque, è favorevole all'idea che la sua attività possa e debba essere sottoposta a giudizio (principio della "responsabilità"), perché ciò è fondamentale per la sua "legittimità democratica". La totale indipendenza da interferenze politiche di cui gode, infatti, si giustifica solo (1) se i suoi compiti istituzionali (obiettivi) sono democraticamente condivisi dalla collettività e (2) se essa opera con successo per il loro conseguimento. La prima condizione sembrerebbe già soddisfatta dalla stessa modalità con cui la Banca è stata costituita: i suoi compiti sono infatti regolati dal trattato di Maastricht, cioè da un trattato internazionale firmato e ratificato da tutti gli stati membri, in conformità dei rispettivi obblighi costituzionali (Bollettino, nov. 2002).

Il secondo punto, invece, va risolto confrontando i compiti istituzionali della BCE con i risultati che ha saputo conseguire. Come la stessa Banca ha spesso sottolineato, è lo stesso trattato di Maastricht ad aver fissato (art. 105) la stabilità

⁴ Si vedano in particolare i contributi di ECON - Committee on Economic and Monetary Affairs, sito internet: http://www.europarl.eu.int/comparl/econ/emu/default_en.htm

dei prezzi come suo obiettivo principale. Gli altri obiettivi, tra cui la crescita e l'occupazione, vanno perseguiti solo "senza pregiudizio" per l'obiettivo principale (v. art. 105 e art. 2).

Quello che sostiene la BCE è che, a differenza di altre banche centrali (per es. la Fed, TAB. 1.16), per le quali non esiste una gerarchia di obiettivi, il giudizio di merito sulla sua attività deve far riferimento essenzialmente al conseguimento dell'obiettivo principale, la stabilità dei prezzi.

TAB. 1.16: Il mandato delle banche centrali

	BCE	Federal Reserve System
Obiettivi	<ul style="list-style-type: none"> • Stabilità dei prezzi • Fatto salvo l'obiettivo della stabilità dei prezzi, sostegno alle politiche economiche generali nella Comunità 	<ul style="list-style-type: none"> • Prezzi stabili • Massima occupazione • Tassi d'interesse a lungo termine contenuti
Obiettivo primario	<ul style="list-style-type: none"> • Mantenimento della stabilità dei prezzi 	<ul style="list-style-type: none"> • Nessuna scala di priorità
Specificazione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi	<ul style="list-style-type: none"> • Quantificato dalla BCE (una volta per tutte) 	<ul style="list-style-type: none"> • Definizione qualitativa fornita dalla Federal Reserve

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, nov. 2002.

Nel fare questo occorre però tener presente anche il significato che la BCE ha ufficialmente attribuito all'espressione "stabilità dei prezzi": un'inflazione (misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo) "inferiore ma prossima al 2% nel medio periodo".

Se si accetta questo metro di giudizio, il confronto tra obiettivo e risultato sembrerebbe abbastanza semplice: basta verificare se nel medio periodo la Banca Centrale Europea è stata capace di mantenere l'inflazione un po' sotto il 2%. Non ha senso dare rilievo ad altri obiettivi come la crescita economia o il cambio, per il semplice motivo che sono obiettivi secondari (il

cambio, poi non è neanche incluso tra gli obiettivi secondari dell'art. 2).

Vi sono però tre problemi da affrontare.

Il primo è stessa la definizione dell'espressione "medio periodo". Ufficialmente questo termine non è mai stato definito in maniera precisa (e questa è una delle critiche rivolte alla Banca); tuttavia, in via ufficiosa, esponenti della BCE hanno parlato di medio periodo come di un intervallo dell'ordine di 18 mesi o poco più. Se si considera che il tempo che intercorre dalla modifica del Repo al suo effetto sull'inflazione è (sempre secondo la BCE) di 18-24 mesi, si può, per coerenza, definire medio periodo un intervallo di pari durata.

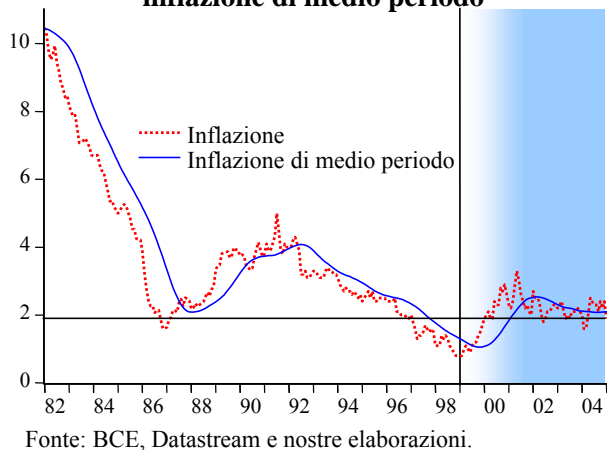
Il secondo problema riguarda lo stesso fatto che il tempo intercorrente tra le decisioni di politica monetaria e il loro impatto sull'inflazione è molto lungo: nel frattempo potrebbe verificarsi un evento imprevedibile (per es. un aumento del prezzo del petrolio) che allontana l'inflazione dal suo obiettivo del 2% *anche* nel medio periodo: in un caso come questo, però, il mancato conseguimento dell'obiettivo non può essere imputato a incapacità operativa da parte della Banca.⁵

Il terzo punto riguarda la fiducia che il pubblico ha nell'autorità monetaria: se il pubblico ritiene la Banca sia credibile e la sua politica corretta, le sue aspettative sull'inflazione di medio-lungo periodo dovranno essere coerenti con l'obiettivo ufficiale della Banca.

Le FIGG. 1.18 e 1.19 riassumono in sé un po' tutti questi criteri. La prima figura riporta l'andamento dell'inflazione puntuale e di quella di medio periodo nei paesi della zona-Euro dal gen.1982 al gen.2005. Effettivamente la crescita dei prezzi nel medio periodo non si è mai allontanata eccessivamente dalla soglia del 2%,

⁵ A meno, ovviamente, che l'evento fosse prevedibile.

FIG. 1.18: Inflazione corrente e inflazione di medio periodo



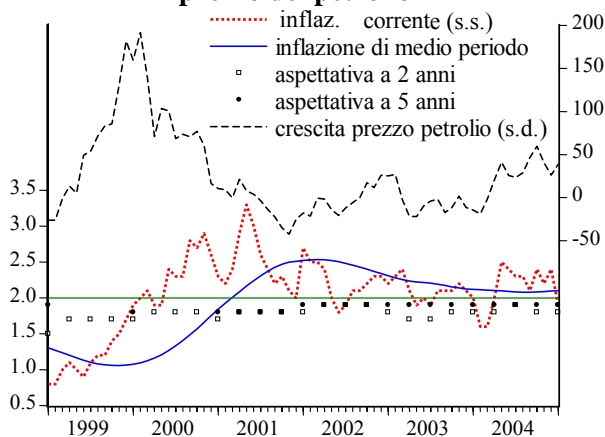
Fonte: BCE, Datastream e nostre elaborazioni.

oscillando da un minimo dell'1,05 a un massimo del 2,53%. Nella maggior parte dei mesi di attività della BCE, però, l'inflazione di medio periodo risulta leggermente sopra – e non sotto – la soglia del 2%, anche se, nel complesso del periodo, la sua media risulta dell'1,92 %, cioè “inferiore ma vicina al 2%”. Va inoltre sottolineato che già nel '97 la crescita annua dei prezzi al consumo della futura zona-Euro era scesa sotto il 2% e la bassa inflazione dei primi due anni dell'UME è in parte un effetto di trascinamento della bassa inflazione dei 2 anni precedenti.

La FIG. 1.19 riporta ingrandito il grafico con l'inflazione nel periodo di attività della BCE, insieme alle aspettative del pubblico e alla crescita del prezzo del petrolio.

Le aspettative inflazionistiche a 2 anni e a 5 anni (di fonte ECB *Survey of Professional Forecasters* SPF) risultano sempre leggermente inferiori al 2%. Questo è sicuramente un motivo di successo per la nostra Banca Centrale: il pubblico dimostra di credere che, potenzialmente, la BCE sia in grado di garantire una crescita dei prezzi coerente con la sua definizione di stabilità, e ciò porta come conseguenza a una tendenza alla crescita dei salari (sensibili alle

FIG. 1.19: Inflazione corrente e inflazione di medio periodo, aspettative e crescita del prezzo del petrolio



Fonte: BCE e nostre elaborazioni.

aspettative inflazionistiche) relativamente modesta e a tassi d'interesse di lungo periodo relativamente bassi. Si nota anche che le aspettative sono poco sensibili all'inflazione corrente: un suo valore molto discosto dal 2% viene quindi ritenuto solo temporaneo, con un effetto trascurabile sulle aspettative di medio-lungo termine.

Dalla figura appare infine che la crescita dei pezzi del petrolio (in euro) è stata molto elevata, specialmente nei primi anni: una politica più rigida, nella direzione del conseguimento dell'obiettivo inflazionistico “ad ogni costo” avrebbe probabilmente danneggiato il settore reale, proprio in un periodo di congiuntura economica negativa.

In base a tutte queste informazioni, quindi, alla domanda “ma la BCE ha fatto un buon lavoro?” la risposta, accettando l'interpretazione stretta sulla portata del suo “mandato”, non può essere negativa.

2. LA BASSA CRESCITA DELL'ECONOMIA EUROPEA (E ITALIANA)

Nella pubblicistica corrente e – meno di frequente – sulle riviste professionali degli economisti infuria il dibattito sul cosiddetto “declino” dell’economia italiana. Declino è termine evocativo ma ambiguo che ricorre spesso nella riflessione sulla natura e le cause delle fasi di prolungata stagnazione delle economie industrializzate. Per fare solo alcuni esempi a noi cronologicamente vicini, si pensi alla impietosa analisi dell’impasse dell’economia europea negli anni ’70 culminata nella diagnosi di *Eurosclerosi*; alla preoccupazione diffusa negli USA sulla perdita della *leadership* tecnologica ed economica del paese a favore del Giappone negli anni ’80; al pessimismo diffuso sui destini dell’economia giapponese nel corso degli anni ’90. Per quanto riguarda l’economia italiana, poi, in un certo senso la discussione attuale sul declino è solo una prosecuzione – sebbene con accenti più accorati – di una riflessione cominciata non meno di trent’anni fa con l’analisi dei “difficili anni 70”.¹

Col senno di poi, questi esempi ci appaiono come clamorose sviste dovute alle aspettative miopi degli analisti. Ad esempio, negli anni ’90, gli Stati Uniti, che sembravano sull’orlo del baratro e alla mercé dei giapponesi, pronti a far man bassa di impianti e tecnologie USA *in loco* grazie al dollaro forte degli anni ’80, sperimentano il salto su una nuova traiettoria tecnologica dovuta all’introduzione dell’ICT,

¹ Si tratta del titolo di un bel volume collettaneo sui problemi dell’economia italiana nel momento di svolta segnato dallo *shock* petrolifero, dalla crisi del sistema monetario internazionale e dall’esplosione del sistema di relazioni industriali prevalente nei decenni precedenti: Nardozi G. (a cura di), *I difficili anni settanta*, Etas Libri, 1980.

mentre il Giappone, che sembrava destinato a succedere agli USA nella *leadership* dell’economia mondiale – chi non ricorda le ammirate analisi del “miracolo giapponese” – cade nella più profonda e prolungata recessione della sua storia.²

Non mancano esempi, tuttavia, di fenomeni di declino effettivamente realizzati. Il caso più eclatante – e spesso ricordato nelle analisi sull’economia dei paesi emergenti – è quello dell’Argentina che, alla fine della cosiddetta “prima globalizzazione” e alle soglie della prima guerra mondiale era uno dei paesi più ricchi del mondo. In prospettiva storica, poi, basti pensare alla perdita di *leadership* della Gran Bretagna nel Novecento o dell’Olanda nel Settecento. Il denominatore comune dei veri fenomeni di declino è il fatto che il declino è lento e poco percepibile: come ricorda Gianni Toniolo ce ne accorgiamo solo quando “i suoi effetti sono molto diffusi e il costo di ignorarli diviene insostenibile ... talvolta a causa di *shock* quali guerre, rivoluzioni, grandi crisi finanziarie.”³ Siamo dunque nel pieno di un processo irreversibile di declino economico o stiamo prendendo un abbaglio colossale? Forse, come sempre, la verità sta nel mezzo. Per argomentare

² Vale la pena ricordare, qui la più eclatante delle “sviste”. Per effetto della Grande Depressione, negli anni ’30 molti giunsero alla conclusione che il capitalismo era inevitabilmente destinato alla stagnazione. I più radicali tra i seguaci di Marx ne trassero la conclusione che i tempi erano ormai maturi affinché la bandiera della crescita e dello sviluppo venisse raccolta dai promotori di nuovi rapporti di produzione basati sulla fine della proprietà privata. Col senno di poi, la diagnosi non poteva rivelarsi meno errata: gli USA si misero alle spalle la Grande Depressione prima con il *New Deal* e poi con la partecipazione al secondo conflitto mondiale. Il periodo di sviluppo post-bellico fu definito addirittura la *Golden Age* della crescita.

³ G. Toniolo, “L’Italia verso il declino economico? Ipotesi e congetture in una prospettiva secolare”, in *Rivista Italiana degli Economisti*, 2004/1, supplemento, p. 31.

su questo punto cominciamo col dipanare la matassa dei molti significati del termine declino che si possono trovare nel dibattito attuale.

Per semplificare possiamo fermarci a due sole accezioni, quelle più strettamente economiche: da un lato si discute diffusamente dell'*incapacità di crescere*; dall'altro si sottolinea la *perdita di competitività*. La difficoltà ad uscire dalla stagnazione è un problema che riguarda in realtà tutta l'Europa continentale, la cui economia è bloccata o "impantanata" mentre l'economia italiana sembra afflitta, oltre che dalla incapacità di crescere, da una specifica *perdita (strutturale) di competitività*. Nessuno parla apertamente di "declino" dell'economia europea – tutt'al più di arresto della crescita – mentre i lamenti sul declino italiano si sprecano. Al di là delle differenze terminologiche è evidente che siamo di fronte ad un'impasse che potrebbe tradursi in arretramento vero e proprio, sia per l'Europa che per l'Italia.

La perdita specifica di competitività della produzione nazionale fa del nostro Paese un "caso italiano" che si inserisce nel più ampio quadro della "questione europea" relativamente all'incapacità di crescere. Sotto il profilo dell'impatto sulla domanda aggregata, la perdita di competitività implica minor domanda estera netta e quindi l'allentamento del traino della domanda per la crescita. Per un paese che ha costruito le sue fortune negli anni del miracolo economico sull'*export led growth* non si tratta di un fenomeno di poco conto.

Sotto il profilo della capacità di produrre – ossia dell'offerta aggregata – la perdita di competitività segnala una ridotta capacità di investimento e di innovazione. In verità, il nostro Paese è storicamente caratterizzato per una posizione di imitatore-inseguitore per quanto riguarda il progresso tecnico: in Italia la spinta auto-propulsiva dell'innovazione non c'è di fatto mai stata neppure nel recente passato.

Nel prosieguo ci concentreremo sulla questione europea, trattando il caso italiano solo nella misura in cui è denotato da caratteri specifici.

1. Euroscerosi: strutturale o indotta?

L'incapacità di crescere è un problema europeo, prima che italiano. Ma non di tutta l'Europa, alcuni paesi dentro e fuori Eurolandia (ad esempio l'Irlanda e il Regno Unito) crescono ancora a livelli soddisfacenti. L'arresto della crescita è un problema prevalentemente dell'Europa continentale, in particolare di Germania, Francia e Italia, come mostra la TAB. 2.1 che riporta i tassi di crescita medi annui del PIL nel dopoguerra.

TAB. 2.1: Tassi di crescita medi annui del PIL (valori %)

	51-72	73-82	83-92	93-02	01-03
Italia	5,3	3,2	2,3	1,6	0,9
Francia	5,0	2,7	2,2	2,0	1,3
Germania	5,7	2,0	2,1	1,3	0,3
UK	2,8	1,4	2,5	2,7	1,9
UE	4,8	2,3	2,4	2,1	1,2
USA	3,9	2,4	3,4	3,2	1,8
Giappone	9,4	3,8	3,9	1,0	0,9

Fonte: Maddison, *The World Economy*, 2001, FMI e per l'Italia Prometeia e Istat, dati riportati in P. Ciocca, "L'economia italiana: un problema di crescita", in *Rivista Italiana degli Economisti*, 2004/1, supplemento, p. 8.

Dalla tabella emerge chiaramente la tendenza alla flessione della crescita dell'UE, che si dimezza agli inizi degli anni '70, si colloca poco sopra il 2% fino al 2000, si dimezza di nuovo nei primi anni del nuovo secolo. Per Italia e Germania la crescita rallenta in modo significativo un po' prima, ossia all'inizio degli anni '90. Un discorso sostanzialmente analogo riguarda la Francia. Il quadro è invece più variegato per la Gran Bretagna.

Gli economisti sono abituati a dividere l'orizzonte temporale in periodi in base agli *shock* che scandiscono le fluttuazioni dell'attività economica. E'

in un certo senso “naturale”, quindi, associare il primo dimezzamento del tasso di crescita UE al mutamento di regime macroeconomico generato dal primo *shock* petrolifero e l’arresto della crescita nel nuovo secolo all’avvio dell’UME.

Una successione temporale non implica necessariamente un legame causale – dopotutto *post hoc* non implica logicamente *propter hoc* – ma è sicuramente un buon indizio.⁴ E’ legittimo quindi chiedersi se i modi della costruzione e i meccanismi di funzionamento dell’UME non abbiano in qualche misura a che fare con l’inceppamento del motore della crescita in Europa. Questo punto è delicato: mentre nessuno, dentro e fuori la professione degli economisti, avrebbe da obiettare alla caratterizzazione della prima cesura nel ritmo di crescita come effetto del primo *shock* petrolifero, l’associazione della seconda cesura al processo di unificazione monetaria è perlomeno controverso.

Per quanto riguarda Italia e Germania, inoltre, non è difficile individuare uno specifico motivo di rallentamento all’inizio degli anni ’90 – rispettivamente nella crisi valutaria e della finanza pubblica del ’92-’93 e nelle problematiche post-riunificazione – ma questa periodizzazione non è meno delicata e controversa. Sul problema della periodizzazione torneremo tra breve perché non si tratta di una questione di metodo ma sottende un problema interpretativo rilevante.

Per riflettere sui motivi per cui l’Europa non cresce in assoluto e relativamente agli USA, è utile individuare – almeno in linea di principio e per amor di discussione – due punti di vista contrapposti. Il primo punta l’attenzione sul

ruolo della *domanda aggregata*, il secondo invece si concentra sull’*offerta aggregata*.

Nella spiegazione della mancata crescita o addirittura del declino, il punto di vista “offerta” è oggi prevalente: l’economia rallenta e si arresta perché la spinta propulsiva dei fattori da offerta (ad esempio capacità di innovare, accumulazione degli input, ecc.) si è esaurita. In quest’ottica saremmo di fronte a un nuovo caso di *Eurosclerosi*, questa volta strutturale.⁵

Vale la pena osservare, peraltro, che il punto di vista prevalente nel dibattito sul futuro dell’economia europea è sostanzialmente cambiato negli ultimi vent’anni in direzione della visione offerta. Meno di vent’anni fa, infatti, nelle sedi competenti per l’analisi economica in ambito europeo si tendeva a dare un’interpretazione “equilibrata” (o ambigua?), sottolineando sia le deficienze da domanda che quelle d’offerta dell’economia europea e proponendo un approccio “a due mani” alla soluzione del problema stesso.⁶ Più di recente, un gruppo di autorevoli economisti⁷ ha proposto una strategia in cui l’allentamento dei vincoli dal lato dell’offerta – ad esempio la flessibilizzazione del

⁵ Negli anni ’70 la nozione di *Eurosclerosi* indicava l’incapacità di crescere dell’Europa *in un contesto inflazionistico*, ossia l’incapacità di fronteggiare e superare la stag-flazione originata dai ripetuti *shock* da offerta (crisi petrolifere) di quegli anni. Negli anni ’80 e ’90, l’inflazione è stata sradicata ma coll’inizio del nuovo millennio l’incapacità di crescere è riemersa.

⁶ Così suona il titolo di un rapporto commissionato dalla Commissione Europea a un gruppo di esperti, AA.VV., “The Two-Handed Growth Strategy for Europe: Autonomy through Flexible Cooperation”, *European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs Economic papers*, n.60

⁷ Modigliani F., Fitoussi J.P., Moro B., Snower D., Solow R., Steinherr A., Sylos Labini P., “Manifesto contro la disoccupazione nell’Unione Europea”, *Moneta e Credito*, 51, pp.327-61

⁴ In ultima analisi, la causalità secondo Granger in econometria sfrutta proprio la successione temporale come segnale di un legame causale.

mercato del lavoro – serve a massimizzare l’impatto espansivo della politica della domanda aggregata.

In un certo senso è comprensibile che l’opinione di consenso sul declino converga sui fattori da offerta. Molti economisti infatti condividono l’opinione secondo cui le fluttuazioni dell’attività economica dovute agli *shock* della domanda aggregata sono temporanee mentre gli effetti di *shock* dell’offerta aggregata sono destinati a persistere. Se l’arresto della crescita o il declino si inquadrano in prospettiva storica, è naturale associarli al cumularsi di *shock* da offerta.

In realtà, questo modo di vedere le cose è discutibile. Molto spesso infatti, si assume che gli *shock* temporanei – ossia quelli che alla lunga non lasciano traccia nella dinamica del PIL – siano identificabili come *shock* da domanda e quelli persistenti siano invece caratterizzabili come determinati dall’offerta. In altri termini, si assume cioè che andrebbe invece dimostrato.

A questa osservazione si obietta che la teoria economica avallerebbe l’identificazione degli *shock* temporanei con quelli da domanda e degli *shock* persistenti con quelli da offerta, in quanto la domanda è importante per la dinamica di *breve periodo* dell’attività produttiva, mentre l’offerta gioca un ruolo essenziale nel determinare le tendenze di fondo, di *lungo periodo*.

Anche questa affermazione apparentemente di buon senso, tuttavia, è discutibile. Supponendo pure che la distinzione tra breve e lungo periodo abbia senso – il che non è necessariamente detto⁸ – si può obiettare alla presunta irrilevanza dei fattori da domanda nel lungo periodo osservando che dopo tutto il lungo periodo è una successione di

brevi periodi e non si vede davvero perché gli effetti di uno *shock* da domanda non possano travasarsi da un (breve) periodo all’altro. Si pensi ad esempio alla seguente osservazione di Robert Solow, il progenitore, in un certo senso, del punto di vista offertista: “Secondo l’opinione di consenso, che io ritengo corretta, la tendenza di fondo alla crescita è trainata prevalente dai fattori da offerta: miglioramenti nel sistema educativo, abilità dei lavoratori, innovazione tecnologica *Che l’attività di investimento possa stimolare la crescita sia nel breve che nel lungo periodo ci ricorda che le forze di domanda e quelle di offerta non sono totalmente indipendenti.*”⁹

In effetti una breve riflessione sugli *investimenti* mette a nudo la debolezza della dicotomia tra breve periodo (domanda) e lungo periodo (offerta). L’acquisizione e installazione di nuovi beni capitali è, da un lato, una componente della domanda aggregata, per giunta quella più volatile e quindi più rilevante nel determinare le fluttuazioni del PIL,¹⁰ e dall’altro una componente dell’offerta nel duplice senso che modifica lo stock di fattori produttivi a disposizione delle imprese (capitale fisico) e influisce sullo stato della tecnologia attraverso il cosiddetto *progresso tecnico incorporato* (nelle macchine). Uno *shock* da domanda (ad esempio di origine fiscale o monetaria) che induce una variazione degli investimenti quindi avrebbe effetti sia di breve che di lungo periodo.

⁸ Ben prima di scrivere la Teoria Generale, Keynes manifestava tutto il suo scetticismo sul concetto di lungo periodo affermando sarcasticamente che “nel lungo periodo siamo tutti morti”.

⁹ R. Solow, *Mysteries of Growth*, The New York Review of Books, luglio 2003, p.49, citato in P. Ciocca, *L’economia italiana: un problema di crescita*, in *Rivista Italiana degli Economisti*, 2004/1, supplemento, p.9. Enfasi aggiunta dallo scrivente.

¹⁰ Le fluttuazioni della domanda, inoltre, retroagiscono sull’attività di investimento perché determinano cambiamento nei fabbisogni di capacità produttiva delle imprese. E’ questo il nocciolo del meccanismo cosiddetto di *acceleratore*.

In altri termini, fattori da domanda e fattori da offerta si intrecciano: minor domanda oggi implica spesso minor offerta domani. Si intrecciano quindi anche breve e lungo periodo. Uno *shock* da domanda, quindi, può, in linea di principio, aver effetti persistenti.

Le implicazioni di questa critica della *conventional wisdom* sono rilevanti. Se la critica è fondata, infatti, occorre riconoscere che pagare uno scotto oggi in termini di crescita – ad esempio perché le autorità perseguono un obiettivo di risanamento fiscale o di lotta all’inflazione – può avere conseguenze sulla capacità di crescita dell’economia nel futuro: in quest’ottica crescita nel breve e crescita nel lungo periodo non sono beni sostituiti ma complementari.

Torniamo così alla questione della periodizzazione. Se l’arresto della crescita europea coincide con l’avvio dell’UME e se la sequenza temporale è almeno un indizio di causalità, è lecito chiedersi se il processo di convergenza e i meccanismi di funzionamento dell’UME che hanno imposto dapprima un prolungato sforzo di riappropriazione della disciplina di bilancio ai paesi “disallineati” e poi una camicia di forza alla gestione della domanda aggregata a tutti i partecipanti non abbiano in qualche misura contribuito a innestare una marcia più bassa del motore della crescita in Europa. In altri termini, l’*Eurosclerosi* di cui siamo attualmente testimoni è stata almeno in parte indotta dalle politiche di rientro dall’inflazione e dagli squilibri della finanza pubblica adottate negli anni ’90? Possiamo essere disposti a riconoscere che esse erano necessarie e probabilmente non più rinviabili ma ciò non implica affatto che esse non abbiano avuto effetti persistenti.

2. I fattori da offerta

Un ottimo compendio del punto di vista offertista è il cosiddetto *rapporto Sapir*, elaborato da un gruppo di economisti su iniziativa dell’ex presidente dell’UE.¹¹ Al quesito: “perché l’Europa non cresce (in assoluto e rispetto agli USA) e cosa occorre fare per invertire la tendenza?” il rapporto fornisce la seguente risposta: “Nel mondo odierno, caratterizzato dalla globalizzazione e da una forte concorrenza esterna, un sistema come quello attuale fondato sull’assimilazione delle tecnologie esistenti, su una produzione di massa per generare economie di scala e su una struttura industriale dominata dalle grandi imprese, con una stabilità di lungo periodo dei mercati e dell’occupazione, non è più in grado di produrre risultati soddisfacenti. Quello di cui oggi vi è bisogno sono imprese contraddistinte da un’integrazione verticale meno forte, da una maggiore mobilità della manodopera all’interno delle imprese e da un’impresa all’altra, con opportunità più numerose di qualificazione professionale, una maggiore flessibilità dei mercati del lavoro, una disponibilità più ampia di finanziamenti esterni, in particolare sul mercato azionario, nonché di investimenti più cospicui sia nelle attività di ricerca e sviluppo che nell’istruzione superiore.” (*Rapporto Sapir*, p. 5).

In estrema sintesi, quindi, si richiamano i seguenti fattori:

- condizioni del mercato del lavoro;
- scarsa capacità di innovare;
- insostenibilità del sistema di *welfare*.

Vediamole di seguito.

¹¹ AA.VV., *Europa, un’agenda per la crescita. Rapporto Sapir*, Bologna, Il Mulino, 2004

Le condizioni del mercato del lavoro. Il PIL pro-capite europeo è salito dal 40 al 70% del PIL pro-capite statunitense tra il 1950 e il 1970. Negli ultimi tre decenni il processo di convergenza si è fermato e a tutt'oggi il PIL pro-capite europeo è del 30% più basso di quello USA. Per “spiegare” questo fenomeno si può scomporre il PIL pro-capite come segue:

$$PIL\ pro\ capite = (produttività\ oraria\ del\ lavoro) * (ore\ di\ lavoro\ per\ occupato) * (tasso\ di\ occupazione) * (tasso\ di\ partecipazione)$$

dove la produttività oraria del lavoro è misurata dal PIL per ora lavorata; il tasso di occupazione è il rapporto tra occupati e popolazione in età lavorativa; il tasso di partecipazione è il rapporto tra popolazione in età lavorativa e popolazione complessiva.

Il PIL pro-capite europeo (relativamente a quello americano) è rimasto costante tra il 1970 e il 2000 (TAB. 2.2). Posto che il tasso di partecipazione della forza lavoro è rimasto praticamente invariato, la relativa costanza del PIL pro-capite è l'effetto netto di tre tendenze contrapposte:

1. un incremento (relativo) rilevante della produttività oraria (circa il 40%);
2. una diminuzione delle ore lavorate per addetto (-16%);
3. una diminuzione del tasso di occupazione dello stesso ordine di grandezza (-16%).

TAB. 2.2: Alcuni indicatori di crescita in UE e Italia (USA=100)

	UE		Italia	
	1970	2000	1970	2000
PIL pro-capite	69,0	70,3	65,0	73,5
Produttiv. oraria	64,8	90,7	74,7	104,0
Ore lavorate	101,0	85,6	97,9	87,0
Tasso di occup.	103,6	87,6	85,2	77,5
Tasso di partic.	101,7	103,4	104,2	104,8

Fonte : Rapporto Sapir

Se non si fossero manifestate la seconda e la terza tendenza, il processo di convergenza non si sarebbe arrestato. In altri termini, dal punto di vista meramente statistico, la diminuzione delle ore lavorate e del tasso di occupazione ha compensato l'aumento della produttività oraria. L'andamento delle variabili per l'Italia è sostanzialmente in linea con quello europeo.

Alcuni economisti¹² hanno attirato l'attenzione sul secondo fenomeno, interpretandolo come una manifestazione della “preferenza per il tempo libero” dei lavoratori europei (rispetto a quelli americani). Di conseguenza, l'arresto del processo di *catching up* rispetto agli USA sarebbe dovuta a un *cambiamento delle preferenze degli europei in favore del leisure*.

Questa interpretazione ha un duplice limite: ignora, da un lato, il ruolo della terza tendenza e interpreta il secondo fenomeno esclusivamente come un effetto delle preferenze degli individui che *offrono* lavoro, sorvolando sul fatto che la diminuzione delle ore lavorate potrebbe essere il prodotto di mutamenti dell'assetto del mercato del lavoro (maggior ruolo del lavoro a tempo determinato) o di cambiamenti delle “convenienze” delle imprese che *domandano* lavoro.

Attiriamo invece l'attenzione sul terzo fenomeno. Si ottiene in questo caso un'interpretazione alternativa: l'arresto del processo di *catching up* rispetto agli USA sarebbe dovuta alla ridotta capacità di assorbimento della forza lavoro da parte del mercato del lavoro europeo rispetto a quello statunitense. Il problema del declino del tasso di occupazione, in altri termini, sarebbe riconducibile a una

¹² Blanchard O., “The Economic Future of Europe”, *NBER working paper n. 10310*, febbraio 2004; Prescott E. “Why do Americans work so much more than Europeans?”, *NBER working paper n. 10316*, febbraio 2004.

deficienza della domanda di lavoro, non ad una carenza dell'offerta.

Vista in questa luce, anche la seconda tendenza assume un diverso significato. La riduzione delle ore lavorate potrebbe riflettere anch'essa un vincolo dal lato della domanda di lavoro. Secondo gli stessi estensori del *Rapporto Sapir*, ad esempio, la diminuzione delle ore lavorate è dovuta a una tendenza all'aumento del *part time*, oltre che agli effetti di vacanze più lunghe. Ma "nel 1997 poco meno dell'8% degli americani dichiarava di lavorare a tempo parziale perché non trovava lavoro a tempo pieno contro il 20% di europei... *In conclusione parrebbe che le notevoli differenze riscontrate nel numero di ore lavorate siano riconducibili non già a una scelta, ma piuttosto alle possibilità esistenti di occupazione a tempo pieno*" (*Rapporto Sapir*, p. 49, enfasi aggiunta).

Naturalmente, questa interpretazione alternativa offre argomenti a coloro che sottolineano il ruolo dei fattori da domanda (aggregata di beni e servizi) nello spiegare l'*Eurosclerosi*. Negli anni '90 in Europa la domanda aggregata è rimasta a lungo fiacca e ha spinto verso l'alto in modo persistente il tasso di disoccupazione (nell'intorno dell'8%) mentre negli USA si sviluppava l'impetuosa e prolungata espansione di Clinton,¹³ con il tasso di disoccupazione che scendeva sotto la soglia del 4%. Forse questa tendenza "spiega" la ruggine negli ingranaggi della convergenza europea rispetto agli USA in modo più immediato della improvvisa preferenza per il tempo libero.¹⁴

¹³ Ne fa una descrizione vivida e convincente J. Stiglitz nel bel volume *I ruggenti anni novanta*, Torino, Einaudi, 2004.

¹⁴ Ad onor del vero Prescott (2004), *op. cit.*, riconduce la riduzione delle ore lavorate degli europei (relativamente agli americani) al peso del

L'inferiorità tecnologica. Un punto essenziale della spiegazione offertista dell'*Eurosclerosi* è l'inferiorità tecnologica dell'Europa (e, in questo ambito, in particolare dell'Italia). Lo sviluppo impetuoso dell'Europa nel dopoguerra e fino agli anni '70 – ossia nel periodo in cui la convergenza è effettivamente avvenuta – è stato (almeno) facilitato dall'importazione e dall'imitazione di tecnologie prodotte all'estero. Poiché imitare è più facile e meno costoso che innovare in proprio, la crescita europea ha finito con l'essere più veloce del paese *leader* tecnologico, ossia gli USA. Ma questo *pattern* di sviluppo ha ormai esaurito la sua spinta propulsiva. Il processo di convergenza si è quindi arrestato. Vale la pena citare ancora il *Rapporto Sapir*: "La prolungata espansione che ha fatto seguito all'ultimo conflitto mondiale si fondava sulla generalizzazione di una traiettoria tecnologica giunta a maturità. ... l'Europa recuperava il suo ritardo sugli Stati Uniti attraverso investimenti e ... imitando tecnologie di punta. ... con l'approssimarsi dei paesi europei alla tecnologia di punta (la cosiddetta frontiera tecnologica) e l'avvento di nuove rivoluzioni tecnologiche nel settore della comunicazione e dell'informazione, il vero motore della crescita è diventato l'innovazione. Ciò ha richiesto nuove forme di organizzazione ... Tuttavia questi cambiamenti indispensabili delle istituzioni e organizzazioni economiche, in Europa non sono ancora avvenuti su larga scala e il nostro deficit di crescita economica in larga parte è dovuto al ritardo accumulato nell'adeguare le nostre istituzioni." (*Rapporto Sapir*, p. 58)

Queste affermazioni sono solo in parte corroborate dall'evidenza empirica disponibile. Come mostrato nella sezione precedente, in

sistema fiscale piuttosto che all'incremento della preferenza per il tempo libero.

realtà la produttività del lavoro (sia oraria che per addetto)¹⁵ è cresciuta molto più rapidamente in Europa che negli USA anche nei trent'anni finali del secolo scorso. Nella misura in cui la dinamica della produttività del lavoro è un indicatore della “qualità” della tecnologia sottostante, sembra, almeno in prima approssimazione, che gli europei non abbiano poi molto da invidiare agli americani.

Possiamo essere un po' più precisi su questo punto, con l'ausilio dei semplici strumenti della cosiddetta “contabilità della crescita”. Supponiamo che l'attività produttiva delle imprese possa essere rappresentata attraverso una funzione di produzione i cui “ingredienti” sono lavoro, capitale fisico e un input immateriale che chiameremo, per comodità, *stato della tecnologia o produttività totale dei fattori* (Total Factor Productivity: TFP). In questo contesto, supponendo che la funzione di produzione sia, come dicono gli economisti, “ben conformata” e che i rendimenti di scala siano costanti, si può dimostrare la seguente relazione:

$$\text{Tasso di crescita della produttività del lavoro} = \text{tasso di crescita della produttività totale dei fattori} + \alpha (\text{Tasso di crescita del rapporto capitale lavoro})$$

dove α è un coefficiente, compreso tra zero e uno, che misura la quota del reddito che affluisce al capitale (α è empiricamente approssimativamente uguale a 0,3).

Dal riquadro precedente emerge che la produttività del lavoro cresce nel tempo per due motivi:

- il miglioramento dello stato della tecnologia catturato dal tasso di crescita della produttività totale dei fattori;
- l'aumento della cosiddetta *intensità capitalistica* della tecnica di produzione ossia del rapporto tra capitale e lavoro.

Un aumento della produttività del lavoro, quindi, potrebbe riflettere l'accresciuta dotazione di capitale fisico per lavoratore piuttosto che un miglioramento della qualità della tecnologia in senso stretto.¹⁶

Nella TAB. 2.3 sono riportati i tassi di crescita della produttività del lavoro e della TFP in Europa e in USA. Premesso che i dati vanno interpretati con cautela perché la misurazione della TFP è in qualche misura necessariamente imprecisa, dalla tabella emerge che non solo la produttività del lavoro ma anche la TFP sono cresciute più rapidamente in Europa che negli USA fino alle soglie degli anni '90. Il discorso si fa più complicato con riferimento agli anni '90. Sull'arco dell'intero decennio, il tasso di crescita della produttività del lavoro e il tasso di crescita della TFP in Europa sono allineati a quelli degli USA. Ma mentre nel quinquennio 1990-95 si confermano le tendenze del decennio precedente, nel quinquennio 1995-2000 le tendenze si invertono: sia la produttività del lavoro che la TFP crescono più rapidamente negli USA che in Europa. In effetti il 1995-96 è considerato lo spartiacque tra lo *status* tecnologico precedente e quello successivo all'introduzione su vasta scala dell'ICT.

¹⁵ La produttività per addetto europea relativamente a quella USA si ottiene moltiplicando la produttività oraria (x) per le ore lavorate da ogni addetto (h) in TAB. 2. Nel 1970 la produttività per addetto europea era il 65.4% di quella americana, nel 2000 era salita al 77.6%.

¹⁶ In realtà, come sosteneva Abramowitz, la produttività totale dei fattori (o residuo di Solow) è una “misura della nostra ignoranza” piuttosto che del progresso tecnico perché in essa finiscono tutti i fattori della crescita che la pura dinamica degli input produttivi non cattura.

TAB. 2.3: Tasso di crescita della produttività totale dei fattori (Total Factor Productivity, TFP) e della produttività del lavoro

		80-90	90-00	90-95	95-00
USA	Produt. lav.	1,4	1,7	1,1	2,5
	TFP	0,9	1,1	0,7	1,4
UE	Produt. lav.	2,4	1,8	1,9	1,4
	TFP	1,5	1,0	1,4	0,7

Fonte: Rapporto Sapir, p.49; Van Ark et al. citato in Blanchard (2004) op. cit.; Visco V. "Alle origini del declino" in AA.VV. *Il declino economico dell'Italia*, Milano, B. Mondatori, p. 32 per la TFP.

Come si vede, se un cambiamento di regime tecnologico a favore degli USA è avvenuto, esso si manifesta nei dati solo a partire dalla metà degli anni '90.

Esiste quindi qualche indizio che nel corso degli anni '90 l'Europa sia stata sorpassata dagli USA dal punto di vista tecnologico. Ma da cosa deriva la capacità di un paese di innovare e soprattutto di innovare per primo? Su questo tema, la teoria economica moderna nella sua versione offertista offre, per l'appunto, una varietà di argomenti. Tra questi spiccano le spese in Ricerca e Sviluppo e l'investimento in "capitale umano": innova di più chi spende di più in R&S e chi investe di più in istruzione. E' vero che gli Stati Uniti sopravanzano l'Europa sotto questo duplice profilo? Come sempre, i dati supportano solo in parte la teoria ma neppure la smentiscono clamorosamente.

Alle soglie del 2000, ad esempio, il sistema pubblico e i privati negli USA spendevano in R&S il 2,5% del PIL mentre la UE si fermava al 2%, una differenza significativa ma non eclatante. In ambito europeo, poi lo scenario è molto eterogeneo: la Svezia e la Finlandia spendevano tra il 3 e il 3,5%, Francia e Germania tra il 2 e il 2,5%, l'Italia l'1%.

Più significative sembrano le differenze tra le due sponde dell'Atlantico per quanto riguarda il grado di istruzione della popolazione, come mostra la TAB. 2.4.

Gli USA spendono per l'università il doppio dell'UE in rapporto al PIL e i laureati sono quasi un terzo della popolazione contro meno di un quarto in Europa. La situazione italiana, poi, notoriamente molto peggiore di quella europea, è illustrata da cifre che si commentano da sole.

TAB. 2.4: Composizione % della popolazione tra i 25 e i 64 anni d'età per tipo di istruzione nel 2000 e spesa destinata all'istruzione universitaria in % del PIL nel 1999

	Infer.	Super.	Univers.	Spesa
Italia	56,7	33,2	10,0	1,0
Germ.	17,4	59,4	23,2	1,2
Francia	36,1	40,6	23,0	1,3
UK	37,1	36,9	26,1	1,7
UE	38,9	37,3	23,8	1,4
USA	12,3	50,3	37,3	3,0

Fonte: Rapporto Sapir, pp.60-61.

L'istruzione universitaria ha ovviamente contenuti assai diversi da paese a paese e non è ovvio che a un maggiore investimento sul capitale umano possa associarsi direttamente una maggiore propensione all'innovazione. Inoltre è da rilevare che, strutturalmente gli USA sono stati il primo paese che ha compiuto una scelta strategica a favore dell'università di massa attuandola con la diversificazione dell'offerta; questa scelta non è certamente un fatto degli anni Novanta, ma risale a lungo indietro nel tempo. E' vero che negli stadi avanzati dell'istruzione universitaria (*Masters e Ph.D.*) gli Stati Uniti sopravanzano, anche qui in via strutturale, il grado di specializzazione della formazione universitaria propria dei paesi europei. Così le statistiche della TAB. 2.4 esplicitano una forza lavoro USA mediamente più acculturata della forza lavoro europea, ma non illustrano l'altra componente della formazione universitaria americana fatta di selettività e di formazione specializzata nei suoi livelli più avanzati.

Rimangono in ogni caso non illustrati da queste statistiche, che descrivono differenze strutturali tra i due contesti, il carattere inerentemente casuale e soggettivo della produzione di nuove invenzioni e il *timing* della rottura nella dinamica dell'innovazione USA-Europa avvenuta proprio nella metà degli anni Novanta.

C'è poi da considerare, più in generale, che un consistente volume di risorse destinate alla R&S o all'investimento in capitale umano crea solo le condizioni perché l'innovazione si manifesti ma non necessariamente la genera. Negli anni passati venne persino avanzata la tesi che individuava nella crescita economica la principale condizione necessaria per l'innovazione. La cosiddetta *legge di Verdoorn* afferma che il tasso di crescita della produttività è funzione crescente del tasso di incremento dell'output aggregato. Secondo questa legge – che è uno dei fatti stilizzati della crescita economica secondo Kaldor – sono più produttive le economie che crescono di più. Si tratta, in un certo senso, di un rovesciamento del tradizionale nesso offertista secondo cui crescono di più le economie più produttive.

Naturalmente, questa interpretazione alternativa offre argomenti a coloro che sottolineano il ruolo dei fattori da domanda (aggregata di beni e servizi). Negli anni '90 negli USA si sviluppava l'impetuosa e prolungata espansione di Clinton, trainata da andamento corrispondente della domanda aggregata. Forse questa tendenza di per sé "spiega" almeno in parte la capacità di innovare negli USA negli anni '90.

Il peso del welfare. Il terzo elemento che viene ripetutamente sottolineato nella interpretazione offertista è l'insostenibilità di lungo periodo del sistema previdenziale e di *welfare* tradizionale europeo. Non mancano posizioni estreme che imputano quasi esclusivamente alla generosità

del sistema previdenziale l'arresto della crescita in Europa. La posizione del *Rapporto Sapir* è più bilanciata: "Si potrebbe pensare che [l'attuale] livello di crescita [in Europa] sia solo la normale conseguenza della scelta dei paesi europei a favore di una politica previdenziale generosa. Questo modo di vedere non tiene però conto del fatto che, in una congiuntura fiacca, la sostenibilità del *modello europeo* finisce con l'essere sempre più compromessa" (*Rapporto Sapir*, p. 138).

Il rapporto finisce per spezzare ancora una volta una lancia in favore della crescita, perché la crescita economica allevia il problema di sostenibilità del sistema di *welfare* europeo o perlomeno attutisce gli effetti dolorosi della sua riforma. Ma ancora una volta la capacità di crescere viene associata ai fattori di offerta esaminati nei paragrafi precedenti.

Le peculiarità del "caso italiano". Nel più generale quadro dell'arresto della crescita in Europa, il "declino" italiano costituisce un "caso" contraddistinto da peculiarità proprie. Le elenca e discute con esemplare chiarezza, da un punto di vista offertista, P. Ciocca nel saggio "L'economia italiana: un problema di crescita", in *Rivista Italiana degli Economisti*, 2004/1.

Il nostro paese soffre degli stessi problemi strutturali discussi a proposito dell'Europa (rigidità del mercato del lavoro, inferiorità tecnologica, gravame del sistema di *welfare*). Ad essi si aggiungono:

- la perdita strutturale di competitività;
- l'inadeguatezza delle infrastrutture, sia materiali che giuridico-istituzionali;
- la frammentazione del sistema industriale.

La perdita di competitività si evidenzia essenzialmente nella riduzione della quota dell'Italia nelle esportazioni mondiali. Essa è scesa nel 2003 a livelli inferiori al 4% ossia al livello dei primi anni ottanta, dopo essere salita nel corso dell'orizzonte considerato attorno al 5%. In verità il rischio di una perdita strutturale di competitività è stato sottolineato ripetutamente almeno da vent'anni a questa parte, ben prima quindi che si cominciasse a parlare di declino. E' il modello di specializzazione internazionale delle imprese italiane che è in crisi. Anche i fattori di competitività non di prezzo che hanno abbondantemente favorito l'assorbimento del *made in Italy* all'estero non sono più sufficienti a colmare le lacune qualitative e tecnologiche dell'*export* italiano.

Sulle infrastrutture materiali esiste ampio consenso relativo all'arretratezza di quelle italiane. Per infrastrutture immateriali, Ciocca intende l'ordinamento giuridico dell'economia ossia il diritto fallimentare e societario, il diritto del lavoro e la legislazione *anti-trust*.

Infine, cogliendo un elemento comune di molte analisi sulle origini del declino dell'economia italiana, Ciocca enfatizza l'eccessivo peso nel sistema industriale italiano delle piccole e piccolissime imprese, che non sono capaci di crescere e pertanto mostrano una scarsa capacità di innovare.¹⁷

Su quest'ultimo punto vale la pena di sottolineare una differenza di impostazione sostanziale tra il punto di vista offertista europeo – compendiato nel *Rapporto Sapir* – e quello italiano, rintracciabile negli scritti di Ciocca, Nardozi, Onida. Da entrambi i punti di vista è cruciale la capacità di innovare delle imprese,

vuoi perché ad essa è riconducibile la capacità di crescere dell'economia europea, vuoi perché ad essa si può ricorrere per ovviare al *deficit* di competitività delle imprese italiane. L'enfasi sulla necessità di accrescere la dimensione media delle imprese per incentivare la capacità di innovare, eventualmente con opportune politiche industriali, tuttavia, sembra peculiare del punto di vista italiano.

“Quello di cui c'è bisogno – recita infatti il *Rapporto Sapir* (p.5) – sono imprese contraddistinte da un'integrazione verticale meno forte, da una maggior mobilità della manodopera all'interno delle imprese e da un'impresa all'altra, con opportunità più numerose di qualificazione professionale...” (enfasi aggiunta). Inoltre in un paragrafo dedicato alle “condizioni essenziali per l'innovazione” (p.59) la dimensione delle imprese semplicemente non compare.

TAB. 2.5: Dimensione media delle imprese italiane e addetti delle imprese “grandi” (oltre 500 addetti)

	1981	1991	2001
Dimensione media	4,5	4,5	3,9
Grandi imprese			
- numero	1265	1173	1061*
- quota sul totale addetti	18,8%	18,1%	16,2*

Fonte: Ciocca, op. cit. p.19. (*) dato relativo al 1996.

Il punto di vista italiano è in realtà ovviamente basato sul fatto che la frammentazione del sistema industriale del nostro Paese non ha eguali in Europa ed è addirittura aumentata nell'ultimo decennio (TAB. 2.5). Infatti la dimensione media dell'industria italiana si è ridotta da 4,5 a 3,9 addetti tra il 1991 e il 2001.¹⁸

¹⁷ Si veda, a questo proposito, G. Nardozi, “Miracolo e declino. L'Italia tra concorrenza e protezione”, Roma-Bari, Laterza, 2004; Onida F. Se il piccolo non cresce. Piccole e medie imprese italiane in affanno. Bologna, Il Mulino, 2004

¹⁸ Si osservi che la frammentazione è in realtà sottovalutata se ci si ferma alla dimensione media. La distribuzione delle imprese per dimensione, infatti, è notoriamente *asimmetrica* (in tutti i paesi industrializzati, non soltanto in Italia) con asimmetria a destra, ossia con la massa di probabilità concentrata nelle fasce dimensionali piccole. Inoltre, la

3. I fattori da domanda

Contrariamente a quanto accade per il punto di vista offertista, il cui manifesto è il *Rapporto Sapir*, non esiste un documento che organizzi sistematicamente il punto di vista, chiamiamolo così, “domandista” ma molte voci sparse che richiamano la necessità di integrarlo con considerazioni sull’andamento della domanda aggregata.

Per tentare di esplicitare i caposaldi di una possibile interpretazione domandista, vale la pena di prendere le mosse dalla lucida e pessimistica analisi di Biasco: “Il punto cruciale in Europa sono le aspettative. Finché queste rimangono depresse – a causa della stessa bassa crescita passata...nonché delle deprimenti prospettive della domanda – la spesa rimane compressa e prevalgono comportamenti precauzionali e difensivi, che portano i privati a tenere a freno programmi a vasto raggio, l’allargamento della capacità produttiva o l’avventura in mercati rischiosi. Girando a basso ritmo, il settore privato autoconvalida i presupposti dei suoi comportamenti ed è indotto a perpetuarli. ...Il problema è che non possono affermarsi aspettative di crescita, né venire in essere comportamenti virtuosi che le riflettano senza che un’espansione effettiva abbia premuto sulla capacità produttiva per qualche tempo ... e sia giudicata non episodica. Quando questo avviene la proiezione in avanti dell’espansione dei mercati allunga gli orizzonti di pianificazione temporale, porta a decisioni di spesa più audaci e induce un accrescimento del potenziale produttivo, che crea esso stesso le premesse affinché gli incrementi di capacità di offerta,

concentrazione industriale tende a crescere in fase di espansione: la prolungata stagnazione degli anni 90 quindi ha ulteriormente contribuito alla frammentazione del sistema industriale italiano.

generati in anticipazione, siano poi riempiti da addizioni effettive di domanda interna e di nuove esportazioni... Come conseguenza la produttività sale per via delle economie di scala e dell’introduzione di nuova tecnologia incorporata negli investimenti ...l’inflazione rimane contenuta e l’economia trova spontaneamente elementi di flessibilità. Questa rimozione dell’incertezza è un processo che si avvia lentamente e poi si regge da solo (ammesso che non vi siano ostacoli insiti nelle situazioni finanziarie e di portafoglio degli agenti). Allora la spesa privata viene a sostituire quella pubblica come motore che tiene in vita il processo, in un meccanismo autosostenuto. E’ stato così negli anni ‘50 e ‘60, ... è stato così negli Stati Uniti di Reagan e di Clinton e nella Germania dopo la riunificazione.”¹⁹

I principali punti della visione domandista dell’arresto della crescita in Europa, dunque, potrebbero essere i seguenti:

1. le aspettative giocano un ruolo centrale: le aspettative di reddito futuro influenzano i consumi; le aspettative di domanda finale influenzano gli investimenti; entrambi i tipi di aspettativa deprimono la domanda aggregata in un contesto congiunturalmente fiacco;
2. politiche fiscali e monetarie restrittive persistenti sono destinate ad avere effetti persistenti.

Disoccupazione persistente, aspettative depresse.

Il tasso di disoccupazione corrente può essere interpretato come la probabilità di non trovare un posto di lavoro per un individuo alla ricerca del primo impiego. Per un individuo già occupato (oggi), la probabilità di non avere un lavoro (domani) è il prodotto della probabilità di

¹⁹ S. Biasco, *Un’economia da sbloccare, anche dai dogmi*, Il Mulino, 5, 2003, pp. 925-6.

essere licenziato per la probabilità di non trovare un lavoro. Un mercato del lavoro depresso, caratterizzato da alta disoccupazione, e una congiuntura fiacca sul mercato dei beni, che rende incerta la continuazione del rapporto di lavoro, quindi, congiurano a far aumentare il rischio di non avere un posto di lavoro in futuro. Il reddito disponibile (futuro) atteso da un lavoratore attualmente occupato è quindi determinato da:

- andamento dei mercati di sbocco dei prodotti, legato alla dinamica della domanda aggregata, che influenza la probabilità di essere licenziato;
- tasso di disoccupazione corrente: che influenza la probabilità di non trovare un nuovo lavoro se licenziati;
- sussidio di disoccupazione: che misura il reddito del lavoratore nell'ipotesi che venga licenziato;
- tasso di inflazione corrente: alla quale è legata la dinamica del salario nominale se il lavoratore continua ad essere occupato.

Un mercato dei beni e del lavoro depressi, ammortizzatori sociali di modesta portata, inflazione contenuta quindi, inducono aspettative di reddito depresse e influiscono negativamente sul consumo corrente. Se poi gli individui hanno un orizzonte temporale di medio periodo, il reddito futuro atteso dipenderà anche dal trattamento pensionistico che il lavoratore si attende quando andrà in pensione. Emolumenti meno generosi in vecchiaia, quindi, implicano un più basso consumo corrente.

L'attesa di un reddito basso in futuro, in altri termini, induce un basso consumo corrente ovvero un alto *risparmio precauzionale*. Quanto più basso il reddito futuro e quanto più incerto il quadro, tanto maggiore il risparmio precauzionale.

Se la depressione dei mercati dei beni e del lavoro è persistente, le aspettative di reddito futuro e i consumi correnti rimangono depresse. Riforme del mercato del lavoro intese, ad esempio, a introdurre rapporti di lavoro a tempo determinato o a rendere meno garantista la legislazione di protezione dell'occupazione (e quindi ad abbattere i costi di licenziamento per le imprese ed accrescere la probabilità di essere licenziati in fase di congiuntura negativa per i lavoratori) o a ridurre i sussidi di disoccupazione hanno un ovvio impatto negativo sulle aspettative di reddito futuro. Un ragionamento analogo vale per le riforme del sistema previdenziale.

Le riforme *strutturali* (del mercato del lavoro, del sistema di *welfare*) che dovrebbero potenziare la capacità di crescita di lungo periodo dell'economia hanno pertanto un effetto collaterale che si manifesta come depressione del consumo corrente.

I consumi correnti, quindi, finiscono per essere stritolati tra la fiacchezza della domanda corrente (di beni e lavoro) e i timori delle riforme strutturali.

E' bene chiarire che non stiamo parlando di effetti virtuali: la stagnazione dei consumi giapponesi negli anni '90 e di quelli tedeschi (e italiani) nei primi anni del nuovo secolo sono stati ricondotti dagli analisti congiunturali ai timori per il futuro delle famiglie.

In linea di principio si potrebbe uscire da questa tenaglia se i lavoratori potessero accedere facilmente al credito al consumo. Se il reddito futuro potesse essere integrato dal credito, i lavoratori potrebbero contare (oggi) su un ammontare di risorse maggiore domani e quindi ridurre il risparmio precauzionale (oggi). Le banche, tuttavia, non erogano il credito sulla fiducia ma in base alle garanzie reali o alle prospettive di reddito. E non si vede perché esse dovrebbero essere più ottimiste dei lavoratori

sul volume e il grado di incertezza del reddito futuro di questi ultimi.

Inoltre, se i lavoratori tenessero nel dovuto conto l'effettiva capacità di servire il debito contratto, in un contesto di redditi futuri incerti e tendenzialmente incerti si guarderebbero bene dal richiedere prestiti. Tutto sommato, quindi, l'accessibilità del credito bancario rimane limitata per le famiglie in Europa (con l'eccezione forse del Regno Unito): i consumi correnti sono pertanto limitati da *vincoli di liquidità* stringenti.

L'insicurezza sul posto di lavoro (*job insecurity*) e sul salario quindi sono ingredienti non irrilevanti della stagnazione dei consumi. La stagnazione degli investimenti, poi, è provocata dalla stagnazione della domanda finale e quindi prevalentemente dei consumi.

La stagnazione quindi tende ad autoperpetuarsi per effetto di un meccanismo di retroazione (*feedback*) positivo: alta disoccupazione oggi implica bassi consumi e quindi alta disoccupazione domani.

L'onda lunga delle politiche restrittive. Torniamo a questo punto alla questione sollevata all'inizio del presente articolo: poiché l'arresto della crescita europea coincide con l'avvio dell'UME e la sequenza temporale è almeno un indizio di causalità, il processo di convergenza e i meccanismi di funzionamento dell'UME che hanno imposto politiche fiscali e monetarie restrittive a tutti i partecipanti prima e dopo l'attuazione dell'unificazione monetaria hanno in qualche misura contribuito a bloccare la crescita in Europa? Da un punto di vista domandista, la risposta non può che essere un *qualified yes*.

Al di là dell'impatto di breve periodo, ad esempio del riequilibrio fiscale, che quasi certamente è stato negativo, non si può escludere un *effetto di*

lungo periodo delle politiche contrattive della domanda aggregata via aspettative e accumulo di *shocks*.

Su questo punto la posizione offertista è articolata. Si ammette un effetto negativo di breve periodo – il cui ordine di grandezza cambia peraltro da paese a paese – ma non di lungo periodo. Sul lungo periodo, al contrario, secondo questo punto di vista, la disciplina fiscale e monetaria “pagano” perché ricostituiscono le condizioni per una crescita “sana” dell'economia. Il *Rapporto Sapir*, ad esempio, afferma: “...è probabile che i risanamenti di bilancio abbiano contribuito ai deludenti risultati economici dell'Europa in materia di crescita intorno alla metà degli anni '90... Ad ogni buon conto, dato il deterioramento della situazione dei conti pubblici all'inizio degli anni '90, i temporanei effetti negativi sull'attività economica erano il costo da pagare per ripristinare la disciplina di bilancio, la quale di per sé costituisce un fattore estremamente propizio alla crescita nel medio periodo.” (*Rapporto Sapir*, p.93).

Si fa notare inoltre che la condizione della finanza pubblica era diventata, soprattutto per alcuni paesi, “insostenibile” e l'aggiustamento fiscale non più dilazionabile pena lo scoppio di una vera e propria crisi finanziaria il cui impatto possiamo solo immaginare e che probabilmente avrebbe avuto ripercussioni recessive più rilevanti di quelle indotte dalla convergenza fiscale.

Si osserva infine che l'aggiustamento fiscale non è privo di conseguenze positive: “il risanamento di bilancio può avere anche ripercussioni positive in termini di credibilità: i tassi di interesse a più lungo termine sono meno elevati, e questo sortisce un effetto espansionistico sulla domanda privata.” (*Rapporto Sapir*, p.131)

In effetti una contrazione fiscale induce una riduzione dei tassi di interesse a breve termine e nella misura in cui l'effetto disinflazionistico

viene incorporato nelle *aspettative di inflazione* futura, anche i tassi a lunga ne risentono e tendono a flettere.²⁰ Pensiamo tuttavia all'attività di investimento. Contano i tassi a lunga, influenzati dalle aspettative di inflazione, ma contano anche le aspettative di domanda finale. Se la domanda finale è bassa, le imprese non accrescono la capacità produttiva anche se i tassi sono bassi (un tempo si utilizzava la metafora del cavallo che non beve...) perché le *aspettative di domanda* sono depresse. La disponibilità di credito o il basso costo del denaro facilitano l'investimento attenuando i vincoli finanziari ma non ne implicano necessariamente l'attuazione.

4. Invece di una conclusione

L'opinione prevalente degli economisti oggi è che il cattivo andamento delle economie dell'europa continentale debba essere ricondotto a fattori di offerta e che le politiche per fare riprendere il cammino di crescita siano soprattutto politiche dirette a potenziare l'offerta. Non è ovvio tuttavia che, dal punto di vista interpretativo (come si è arrivati alla non buona situazione di oggi), non si debba tenere presente il ruolo che la domanda e le aspettative hanno avuto nel determinare gli andamenti dell'economia europea e italiana degli ultimi anni.

Anche se la spiegazione del passato può fare riferimento al ruolo della domanda, è evidente che la posizione domandista solleva molte perplessità quando applicata al disegno degli scenari di politica economica. Non può infatti implicare – se non per qualche sparuto nostalgico dei ruggenti anni '80 italiani – una scelta

aprioristica a favore dell'espansione fiscale e monetaria in qualunque regime e sotto qualunque circostanza. La debolezza della posizione domandista sta tutta qui, nella difficoltà di coniugare la preferenza per il *fine tuning* dell'economia attraverso la domanda aggregata e la necessità di non abbandonare la disciplina fiscale e monetaria. La partecipazione del nostro paese all'Unione Monetaria ha ridotto al minimo la possibilità di utilizzare le leve della domanda aggregata per uscire dalla stagnazione. E in posizione del tutto simile si trovano i paesi che condividono con noi la stagnazione e la disciplina di Maastricht. Non sembra essere particolarmente utile, a questo riguardo, l'enfasi che molti pongono sull'allentamento dei vincoli del patto di stabilità e crescita.

²⁰ E' questo uno degli ingredienti delle restrizioni fiscali che hanno accresciuto l'attività produttiva invece di ridurla. Una letteratura influente ha esplorato gli "effetti non keynesiani" delle restrizioni fiscali. Lo stesso *Rapporto Sapir* non li considera prevalenti durante l'aggiustamento fiscale in Europa.

3. FINANZA REGIONALE E FEDERALISMO

È in corso un ampio e vivace dibattito sul tema della *devolution*, ovvero del trasferimento di compiti, poteri e responsabilità dallo Stato agli enti di governo territoriali, in particolare le Regioni. Di cosa si occupano esattamente oggi le Regioni, oltre che di sanità, è noto a pochi. È allora utile riconsiderare il quadro d'insieme dell'attività regionale, in relazione alle spese, al loro finanziamento e al rapporto con il sistema complessivo di finanza pubblica. Le pagine che seguono illustrano a grandi linee il bilancio del sistema Regioni, con particolare riferimento all'attività delle Regioni a Statuto ordinario richiamando nel paragrafo conclusivo gli incerti sviluppi futuri del federalismo italiano.

1. Spese ed entrate delle Regioni

Nel 2003 il sistema Regioni ha gestito una spesa complessiva di circa 130 miliardi di euro, pari al 21% del totale della spesa pubblica e al 12,5 % del PIL. Il 70% della spesa corrente (TAB. 3.1) è destinato al finanziamento degli Enti sanitari locali (soprattutto ASL). I consumi finali, che consistono essenzialmente in spese di personale e di funzionamento, assorbono il 10% del totale, mentre il restante 20% è costituito da contributi alla produzione e trasferimenti agli enti locali (province, comuni, comunità montane), alle imprese e, in parte minore, alle famiglie. Anche per quanto riguarda le spese d'investimento, la maggior parte della spesa non è effettuata direttamente dalle amministrazioni regionali. Gli investimenti diretti rappresentano il 20% delle spese in conto capitale, la parte restante sono contributi e trasferimenti agli enti locali, compresi gli enti sanitari, e alle imprese e famiglie. La quota di spesa, sia corrente sia in

conto capitale, non destinata alla sanità, è diretta principalmente ad interventi per il trasporto pubblico locale nel caso delle Regioni a Statuto ordinario ed include invece interventi significativi di spesa nei settori economici nel caso delle Regioni a Statuto speciale.

La spesa regionale è finanziata in parte con entrate proprie (in larga misura tributi propri), in parte con trasferimenti a carico del bilancio statale e in parte con il ricorso all'indebitamento.

Il ricorso al debito da parte delle Regioni è relativamente modesto, pari a 2,4 miliardi di euro, circa il 2% del totale delle spese. Esso risulta da 5,9 miliardi di disavanzi del sistema sanitario, compensati da un avanzo di circa 3,5 miliardi sul resto della gestione (TAB. 3.2).

Le entrate proprie delle Regioni ammontano a 46,5 miliardi di euro e rappresentano circa il 35% del totale delle spese; esse sono costituite in larga parte dal gettito dell'IRAP (31,9 miliardi), dell'addizionale regionale all'IRE (6,2 miliardi), delle tasse automobilistiche (4,5 miliardi) e da entrate proprie non tributarie (3,7 miliardi).

La parte più importante delle risorse regionali proviene dal bilancio dello Stato e dal bilancio dell'Unione Europea, per un importo complessivo

TAB. 3.1: Spese delle Regioni, anno 2003
(miliardi di euro)

Consumi finali	10,2
Contributi alla produzione	6,5
Finanziamento enti sanitari locali	69,0
Trasferimenti correnti	12,1
Spese correnti al netto interessi	97,8
Investimenti fissi	5,0
Contributi agli investimenti	14,1
Trasferimenti in c/capitale	6,2
Spese in conto capitale	25,3
Spese totali al netto interessi	123,1
Interessi passivi	1,4
Spese totali	124,5
Disavanzo Enti sanitari locali	5,9
Spese al lordo disavanzo Sanità	130,4

Fonte: Elaborazioni da ISTAT, Conti e aggregati delle A.P., 2004.

di 81,5 miliardi (pari alla somma dei trasferimenti correnti e in conto capitale dallo Stato e dall'UE e delle compartecipazioni al gettito dei tributi erariali). I finanziamenti statali assorbono gran parte di questo importo, più del 95%. La quota più rilevante dei trasferimenti statali è diretta al finanziamento di programmi specifici di spesa regionale; per quanto riguarda la parte corrente, gran parte delle risorse è assorbita dal finanziamento della spesa sanitaria, oltre a una quota minore destinata al finanziamento dei trasporti locali; per ciò che concerne la parte in conto capitale, il finanziamento riguarda programmi di spesa definiti da leggi statali che transitano per i bilanci regionali.

Una parte rilevante dei finanziamenti statali prende la forma di compartecipazioni al gettito dei tributi erariali riscossi nel territorio regionale: questa forma di finanziamento è però riservata alle sole Regioni a Statuto speciale che, per i loro statuti di autonomia, ricevono compartecipazioni differenziate, al gettito dei tributi erariali prodotti nel territorio regionale (le percentuali di compartecipazione variano dal 50% circa del Friuli-Venezia Giulia, al 90% di Sicilia, Trentino-Alto Adige e Valle d'Aosta).

È da rilevare che anche sul fronte della spesa ci sono profonde differenze tra Regioni a Statuto ordinario e Regioni a Statuto speciale, sia per quanto riguarda i livelli delle spese pro-capite, che sono molto più elevati nelle seconde che nelle prime, sia per quanto riguarda la struttura delle spese (nelle RSS è minore l'incidenza della spesa sanitaria e maggiore l'incidenza delle spese in conto capitale). In termini sintetici si può dire che gran parte della spesa regionale ad esclusione della spesa sanitaria è concentrata nei territori e nei bilanci delle Regioni a statuto speciale.

Come abbiamo già ricordato, la quota della spesa delle Regioni sul totale della P.A., calcolata senza consolidamento, è pari al 21% circa. Un confronto più appropriato considera le sole spese finali, escludendo quindi i trasferimenti ad altri enti della P.A. Con questa impostazione, la quota delle Regioni sulla P.A. è di 106 miliardi di euro, pari al 19% circa del totale (TAB. 3.3). I consumi finali di Regioni ed Enti sanitari locali – che comprendono le spese di personale, i consumi intermedi e le prestazioni sociali in natura (ad esempio fornitura di farmaci) – ammontano a circa 89 miliardi di euro e assorbono una quota rilevante del totale P.A., pari a circa il 35%. I contributi alla produzione rappresentano il 44,8% del totale, mentre i trasferimenti alle imprese e

TAB. 3.2: Entrate delle Regioni, anno 2003
(miliardi di euro)

Entrate tributarie proprie	42,8
di cui	
- IRAP	31,9
- addizionale regionale all'IRE	6,2
- tasse automobilistiche	4,5
- tributo speciale discariche	0,2
Compartecipazioni tributi erariali	22,8
Trasferimenti da Stato e UE	42,3
Altre entrate correnti	3,7
Totale entrate correnti	111,6
Entrate in conto capitale	16,4
Entrate totali	128,0

Fonte: Elaborazioni da ISTAT, Conti e aggregati delle A. P., 2004.

TAB. 3.3: Spese finali di Regioni e P.A., anno 2003 (miliardi di euro)

	Regioni ed enti sanitari	P.A.	% su P.A.
Consumi finali	88,9	253,4	35,1
Contributi alla produz.	6,5	14,5	44,8
Prestazioni sociali in danaro e trasferimenti	2,0	231,4	0,9
Spese in conto capitale	8,6	51,5	16,7
Totale Spese finali	106,0	550,8	19,2
Entrate tributarie	42,8	365,9	11,7
Altre entrate proprie	3,4	22,6	15,0

Fonte: ISTAT, Conti e aggregati delle A.P., 2004.

alle famiglie solo lo 0,9%, poiché le Regioni non erogano prestazioni sociali in denaro. Per le spese in conto capitale, investimenti diretti e contributi a famiglie e imprese, la quota scende al 16,7%.

Dal lato del finanziamento, i tributi propri regionali sono pari solo all'11,7% delle entrate tributarie della P.A. e le altre entrate proprie al 15%.

Nella situazione attuale le Regioni gestiscono dunque poco meno del 20% della spesa complessiva delle Amministrazioni pubbliche e raccolgono tributi propri per circa il 12% del totale delle entrate tributarie.

2. Alcuni aspetti critici della finanza regionale

Per illustrare i principali problemi connessi all'attuazione del concreto del processo di *devolution*, è utile considerare la situazione attuale delle finanze delle Regioni a Statuto ordinario, per illustrare gli elementi di omogeneità e di diversità che caratterizzano le diverse Regioni, sia sul fronte delle spese che delle fonti di finanziamento. Due domande sono rilevanti.

Quale è il grado di uniformità nei livelli della spesa pro-capite delle Regioni nelle diverse aree del paese?

Come differiscono le capacità di finanziamento con entrate proprie delle diverse Regioni?

Le spese correnti medie pro-capite delle 15 Regioni a Statuto ordinario, in riferimento all'anno 2001, si collocano (TAB. 3.4) intorno ai 1.650 euro, dei quali circa 1.350 destinati alla spesa per la sanità, e sono abbastanza uniformi sul territorio nazionale; variano infatti da un minimo di 1.483 euro in Puglia ad un massimo di 1.983 euro in Basilicata; si consideri, inoltre, che la spesa pro-capite in Lombardia è sostanzialmente la stessa che in Calabria.

Per quanto riguarda la sanità, le regioni del Sud spendono mediamente meno di quelle del Centro

e del Nord (1272 euro, contro 1396 e 1423 euro) e i differenziali di spesa pro-capite rispecchiano: (a) le differenze nella composizione della popolazione (l'indice di vecchiaia è al Sud molto più basso che al Centro e al Nord) e quindi nei bisogni di servizi sanitari e, (b) il peso della storia che, con l'autonomia finanziaria degli enti ospedalieri, aveva determinato maggiori servizi e maggiori spese nelle regioni del Nord.

Meno uniformi sono invece le spese in conto capitale, per diverse ragioni. La ragione principale è di natura strutturale. Le Regioni del Sud spendono sempre in media di più di quelle del Nord, grazie ai cospicui trasferimenti provenienti dall'Unione Europea, dal bilancio dello Stato a titolo di cofinanziamento dei progetti finanziati dalla UE, dal bilancio dello Stato a valere sui programmi specifici per le aree cosiddette sottoutilizzate, ovvero le Regioni più povere. A questa disomogeneità strutturale si accompagna una diversità nelle spese in conto capitale pro-capite delle varie Re-

TAB. 3.4: Spese delle Regioni a S. O., anno 2001 (euro pro-capite;)

Regioni	Spese correnti	Spese c/cap.	Spese totali	Sanità
Piemonte	1.704	356	2.060	1.422
Lombardia	1.544	124	1.668	1.348
Veneto	1.541	107	1.648	1.332
Liguria	1.867	239	2.105	1.617
Emilia-Romagna	1.667	146	1.813	1.398
Toscana	1.700	145	1.845	1.407
Marche	1.600	229	1.829	1.305
Umbria	1.754	413	2.167	1.428
Lazio	1.803	136	1.939	1.446
Abruzzo	1.559	285	1.844	1.266
Molise	1.604	655	2.259	1.265
Campania	1.495	177	1.673	1.203
Puglia	1.483	202	1.685	1.261
Basilicata	1.983	491	2.475	1.382
Calabria	1.551	383	1.935	1.255
Media	1.657	273	1.930	1.356
Media Nord	1.664	194	1.859	1.423
Media Centro	1.714	231	1.945	1.396
Media Sud	1.613	366	1.978	1.272

Fonte: Ambrosiano-Bordignon, Il Federalismo in pratica, Cifrel '04.

gioni che deriva invece da ragioni di natura contingente, ad esempio il verificarsi di calamità naturali o di eventi eccezionali.

TAB. 3.5: I tributi propri delle Regioni a S. O., anno 2001 (euro pro-capite)

Regioni	Tributi propri	% Entrate correnti
Piemonte	878	50,0
Lombardia	1.029	64,9
Veneto	895	53,7
Liguria	696	35,3
Emilia-Romagna	985	55,8
Toscana	802	42,6
Marche	722	45,7
Umbria	682	35,4
Lazio	825	44,0
Abruzzo	609	34,8
Molise	497	23,9
Campania	419	27,2
Puglia	435	28,8
Basilicata	469	25,0
Calabria	402	21,2
Media	690	39,2
Media Nord	897	51,9
Media Centro	758	41,9
Media Sud	472	26,8

Fonte: Ambrosiano-Bordignon, Il Federalismo in pratica, Cifrel ' 04

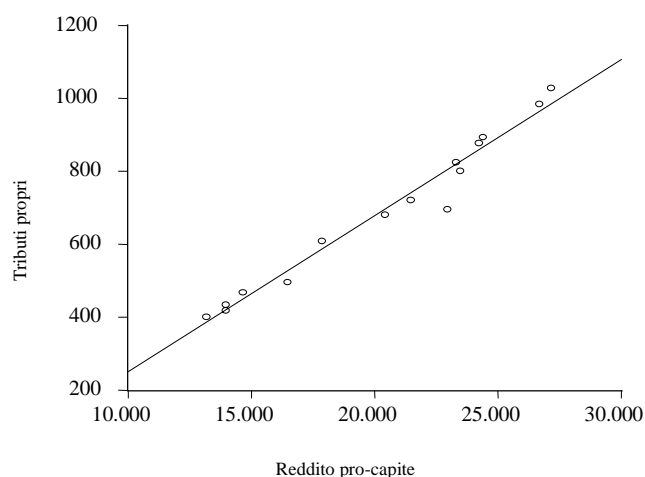
Alla sostanziale uniformità della spesa pro-capite delle 15 Regioni, non fa riscontro analoga uniformità dal lato delle entrate proprie, per le quali si rileva un profondo divario fra Regioni del Nord, del Centro e del Sud, come mostrano i dati relativi al gettito pro-capite dei tributi propri nel 2001 (TAB. 3.5). I tributi propri rappresentano, nella media delle quindici Regioni, poco meno del 40% delle entrate correnti, ma la media nazionale riflette situazioni molto differenziate. Con riferimento al 2001, i tributi propri valgono il 51,9% delle entrate correnti nelle Regioni del Nord, il 41,9% nelle Regioni del Centro e solo il 26,8% in quelle del Sud. Più o meno a parità di spesa corrente pro-capite, la Lombardia raccoglie 1.029 euro di tributi propri, la Calabria solo 402. Esiste quindi tra le Regioni un forte divario di

capacità fiscale, nel senso di capacità di raccogliere gettito tributario all'interno del territorio regionale, derivante dalle profonde differenze nella distribuzione territoriale delle basi imponibili dei tributi.

Questo fatto non sorprende dato che i differenziali di capacità fiscale dipendono in larga misura dai differenziali di reddito; i tributi propri pro-capite sono tanto più elevati quanto maggiore è il reddito pro-capite (FIG. 3.1). A questa divergenza di capacità fiscale fanno riscontro livelli di spesa da finanziare più o meno uniformi sul territorio nazionale; ciò significa che ci sono Regioni che non riescono né riuscirebbero mai a finanziare le proprie spese con le entrate proprie. Ad esempio, la Calabria raccoglie, nel 2001, 402 euro pro-capite di tributi propri e sostiene una spesa corrente pro-capite di 1.551 euro.

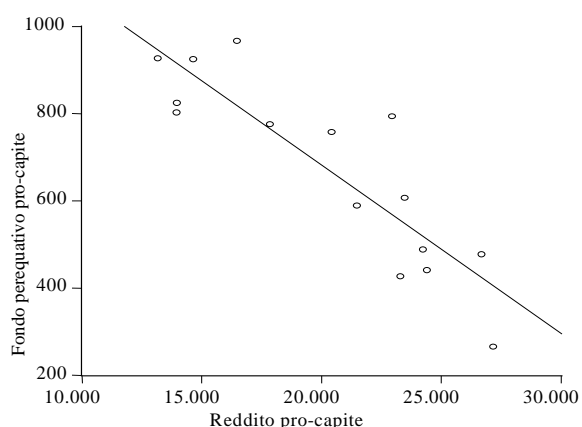
Il gap tra spese ed entrate proprie viene coperto dai trasferimenti statali che hanno appunto lo scopo di sopperire all'insufficienza di entrate proprie delle Regioni più povere. È in questo senso che si parla di trasferimenti perequativi, ovvero diretti a perequare le capacità fiscali. Nella situazione attuale, le Regioni con minori entrate proprie pro-capite (con minore capacità

FIG. 3.1: Tributi propri e reddito pro-capite



fiscale) ricevono dallo Stato trasferimenti pro-capite più elevati. I trasferimenti perequativi infatti (FIG. 3.2) risultano più bassi ove maggiore è il reddito pro-capite. Essi garantiscono che le Regioni con minore capacità fiscale siano in grado di finanziare più o meno gli stessi livelli di spesa pro-capite delle Regioni che invece, essendo caratterizzate da un maggior grado di sviluppo economico e quindi di reddito, raccolgono un gettito rilevante dai tributi propri.

FIG. 3.2: Trasferimenti e reddito pro-capite



3. Le prospettive future

Lo scenario descritto è destinato a mutare, con la possibile attribuzione alle Regioni di nuovi compiti, in relazione all’attuazione del nuovo titolo V della Costituzione, che ridefinisce l’allocazione delle funzioni di spesa tra lo Stato e le Regioni.

In materia di spesa, resterebbero di esclusiva competenza dello Stato le funzioni della difesa, l’ordine pubblico e la sicurezza, la giustizia, la previdenza, altre funzioni di amministrazione generale, come la gestione del debito pubblico. Per quanto riguarda le materie oggetto del processo di decentramento, la funzione più rilevante, che potrebbe essere devoluta alle Regioni è l’istruzione (compresa l’Università); ad essa si

accompagnerebbero gli interventi in campo economico, come i servizi all’agricoltura e all’industria, la protezione dell’ambiente e l’assetto del territorio, le attività culturali e ricreative, i servizi di carattere assistenziale.

TAB. 3.6: Stima delle spese da decentrare alle Regioni a S. O. (miliardi di euro)

Funzioni di spesa	Importi
Istruzione e Università	40,0
Servizi economici	6,0
Ambiente e territorio	2,0
Attività culturali e ricreative	1,5
Servizi assistenziali	5,0
Totale	54,5

Fonte: Elaborazioni da ISAE, Rapporto annuale sull’attuazione del federalismo, 2003.

Se tutte queste funzioni fossero loro trasferite, le Regioni si troverebbero a gestire in futuro una maggiore quota della spesa pubblica complessiva. Stime di larga massima (TAB. 3.6) quantificano la spesa che verrebbe “spostata” dal Centro verso le Regioni a Statuto ordinario in 50-60 miliardi di euro. In larga misura, le funzioni relative a queste spese rientrano nel regime cosiddetto di “competenza concorrente”, secondo il quale l’autonomia legislativa delle Regioni si esercita nel rispetto dei principi fondamentali che saranno fissati dal legislatore nazionale. Si riproporrebbe quindi, anche nel futuro nuovo regime, la situazione oggi esistente in materia di sanità, per la quale le responsabilità sulla gestione e controllo della spesa sono di fatto ripartite tra Stato e Regioni, con i tanti e noti problemi di efficienza, governabilità e responsabilità ultime nei confronti del cittadino. L’elevato livello delle risorse aggiuntive che potrebbero essere trasferite alle Regioni pone la questione cruciale delle appropriate fonti di finanziamento. In un regime potenziato di autonomia, le maggiori spese regionali dovrebbero comportare anche maggiori entrate e il potere di applicare tributi propri.

Il massimo grado di autonomia finanziaria si otterrebbe se ciascuna Regione finanziasse con entrate proprie (senza contare quindi sui trasferimenti provenienti dal bilancio dello Stato) le funzioni di spesa sulle quali ha piena competenza. Questo modello di federalismo è tuttavia inapplicabile alle Regioni italiane: come dimostrano le considerazioni svolte sopra, solo poche Regioni sarebbero in grado di autofinanziare le nuove funzioni di spesa loro devolute.

Il decentramento previsto dal nuovo titolo V della Costituzione richiede che sia risolto il problema del finanziamento delle nuove competenze regionali. È da tenere presente che il futuro assetto sarà caratterizzato da livelli di spesa pro-capite forse ancora più uniformi sul territorio, rispetto alla situazione attuale. La funzione principale che dovrebbe essere devoluta è quella relativa all'istruzione, per la quale nelle Regioni del Sud la spesa pro-capite è più elevata che in quelle del Nord (TAB. 3.7), per la maggiore incidenza della popolazione in età scolare e la bassa percentuale di studenti iscritti alle scuole private. Questa maggiore spesa andrebbe a compensare, in qualche misura, la minore spesa pro-capite per la sanità.

Ma le Regioni del Sud sono anche quelle caratterizzate dai minori livelli di reddito pro-capite e, quindi, di tributi propri pro-capite. Il ruolo dei trasferimenti perequativi resterà dunque fondamentale anche in futuro. La questione aperta è piuttosto l'entità della perequazione. In altre parole, quale sarà il grado di differenziazione ammesso nei livelli dei servizi offerti dalle diverse Regioni? C'è un grande dibattito politico e scientifico, su questo interrogativo, non risolto dal dettato costituzionale che fornisce solo indicazioni di carattere generale. Dove le indicazioni sono chiare (come nella lettera m) del 2° comma dell'art. 117 della nuova Costituzione)

TAB. 3.7: Spesa per l'istruzione da decentrare alle Regioni a S. O. (euro pro-capite)

Regioni	Spesa
Piemonte	637
Lombardia	615
Veneto	982
Liguria	635
Emilia-Romagna	648
Toscana	734
Marche	840
Umbria	862
Lazio	869
Abruzzo	880
Molise	870
Campania	975
Puglia	862
Basilicata	1.024
Calabria	997
Media	767
Media Centro-Nord	698
Media Sud	937

Fonte: ISAE, Rapporto annuale sull'attuazione del federalismo, 03.

esse sono nettamente orientate a garantire livelli uniformi di prestazioni nelle attività di spesa riguardanti i diritti civili e sociali dei cittadini, cioè per gran parte delle spese che rientrano nelle competenze legislative assegnate alle Regioni.

Il modello di federalismo disegnato dalla Costituzione del 2001 – che le proposte di ulteriore modifica della Costituzione attualmente in discussione in Parlamento toccano solo in modo marginale – sembra quindi riaffermare i criteri di uniformità territoriale dell'offerta di servizi pubblici propria della Costituzione del 1948 che, è ben noto, era strettamente vincolata al modello di Stato unitario.

Si ha quindi una nuova Costituzione che, per dichiarazione espressa dei suoi proponenti, si ispira ed evoca i caratteri di uno Stato federale ma che lo definisce concretamente con caratteri che sono propri di uno Stato unitario. Un vero paradosso che non potrà che generare inefficienza e pasticci nei rapporti istituzionali.

4. I RICAVI DA SERVIZI DELLE BANCHE ITALIANE

Il basso livello dei tassi d'interesse che caratterizza ormai da parecchi anni i mercati finanziari in Italia e nel mondo sembra avere determinato una riduzione permanente dei ricavi bancari associati alla tradizionale attività di prestito. Le banche derivano quote crescenti dei loro ricavi dai servizi offerti alla clientela. Sono quindi in atto tendenze di medio periodo da parte del sistema bancario volto a recuperare la riduzione relativa del margine d'interesse con i ricavi dalla vendita e cessione di altri prodotti e servizi. I dati del database Bilbank dell'ABI consentono di descrivere l'evoluzione di medio termine dei ricavi da servizi nelle loro diverse componenti. È anche interessante stabilire qualche cauto confronto tra i dati delle banche italiane e quelli dell'insieme delle banche europee che hanno o stanno affrontando problemi analoghi a quelli delle banche italiane, per verificare se e in che misura l'adattamento dei ricavi alle nuove condizioni di mercato avviene con modi e intensità confrontabili nei diversi paesi dell'area europea.

1. Commissioni e ricavi da servizi delle banche italiane

Gli andamenti delle commissioni e dei ricavi da servizi possono essere analizzati con riferimento ai dati di bilancio consolidato dei principali gruppi bancari italiani¹. Nei documenti di bilancio, conto economico e nota integrativa (Parte C-Informazioni sul conto economico consoli-

¹ I dati sono stati tratti dal database Bilbank fornito dall'ABI. Per i dati relativi al 2004 si è operata una stima sulla base delle relazioni semestrali. Attualmente i gruppi bancari censiti dal database risultano 57.

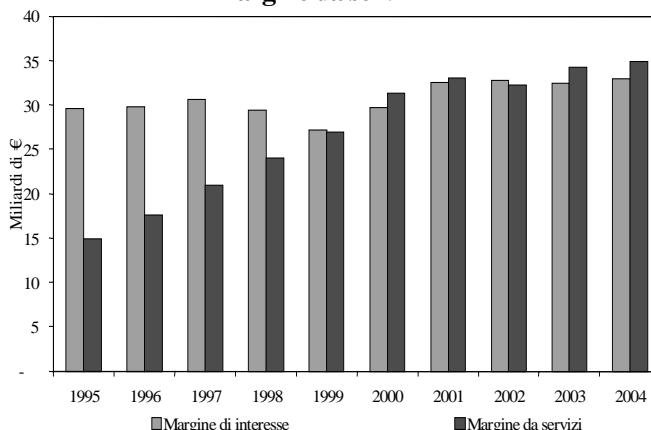
dato-Sezione 2), si trovano le informazioni sui costi e ricavi generati dai servizi alla clientela, tipicamente, i servizi di incasso e pagamento, i servizi di gestione, intermediazione e consulenza, l'esercizio di esattorie e ricevitorie ed altri ancora.

Nel periodo 1995-2004 il margine da servizi ha mostrato un andamento in forte crescita e ciò a fronte di un andamento sostanzialmente stabile dell'andamento del margine d'interesse (FIG. 4.1) Il tasso medio di crescita dei ricavi da servizi è stato del 4,47% all'anno, contro un valore dello 0,88% per il margine da interesse.

Nello stesso periodo il margine di interesse si presenta in calo, in valore assoluto, negli anni 1998 e 1999 e solo nel 2002 si riporta sui livelli della metà degli anni Novanta grazie soprattutto allo sviluppo dei mutui alle famiglie e alle imprese. Il margine da servizi si riduce nel 2002, a causa principalmente della forte contrazione dell'attività in titoli. In valore assoluto, nei primi anni 2000 il margine da servizi si è mantenuto comunque sempre superiore (seppure di poco) al margine di interesse.

Le banche italiane hanno quindi reagito alla riduzione dei tassi di interesse e alla conseguente riduzione dei ricavi dell'attività tradizionale,

FIG. 4.1: Margine di interesse e margine da servizi



TAB. 4.1: Incidenza delle commissioni sul totale ricavi da servizi (dati %)

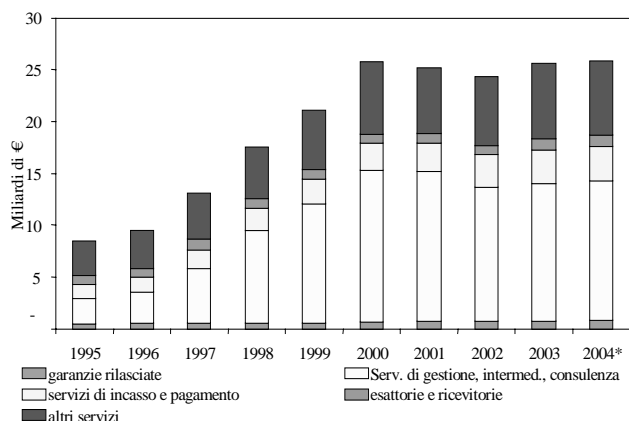
	1995	2000	2003
Commissioni attive	57,0	82,4	74,7
di cui, da servizi di:			
<i>gestione, intermed., consul.</i>	16,4	47,0	38,7
<i>pagamento</i>	9,4	8,2	9,4

sviluppando linee di prodotto rivolte ad assecondare le mutate esigenze della clientela (famiglie e imprese) soprattutto nell'ambito dell'offerta dei servizi di investimento.

Buona parte dei ricavi da servizi (circa tre quarti) è costituita (TAB. 4.1) da commissioni attive: tra queste le commissioni da servizi di gestione, intermediazione e consulenza costituiscono la quota prevalente (e in forte ascesa nel periodo considerato), mentre costante attorno al 9% è il peso delle commissioni derivanti da servizi di incasso e pagamento.

Nel decennio 1995-2004 le commissioni attive si sono più che triplicate passando (FIG. 4.2) da 8.453 milioni di euro nel 1995 a 25.630 milioni di euro nel 2003 (e un dato stimato di poco superiore a 25.000 milioni di euro nel 2004). La crescita è però concentrata per intero nel periodo '95-'00, dopo di che il loro importo si stabilizza,

FIG. 4.2: Commissioni attive



quale risultato dell'arresto dell'incremento delle commissioni da servizi di investimento (anzi talvolta in regresso) e della accelerazione della crescita degli "altri servizi".

La voce più importante all'interno delle commissioni attive è rappresentata dalle entrate relative ai servizi di gestione, intermediazione e consulenza per le attività di negoziazione titoli, derivati e valute, di gestione (individuale e collettiva), di custodia e amministrazione, di banca depositaria, di collocamento e di consulenza. Da poco più di un quarto (28,8%) del totale delle commissioni nel 1995, esse sono passate a rappresentarne attualmente circa la metà (TAB. 4.2)

TAB. 4.2: Composizione delle commissioni attive (dati %)

	1995	2000	2003
Garanzie rilasciate	6,1	2,4	2,9
Gestione, intermediazione, consulenza	28,8	57,0	51,9
Incasso e pagamento	16,6	10,0	12,6
Esattorie e ricevitorie	9,8	3,5	4,3
Altri	38,7	27,1	28,3
	100,0	100,0	100,0
Totale Commissioni attive	8.454	25.800	25.630

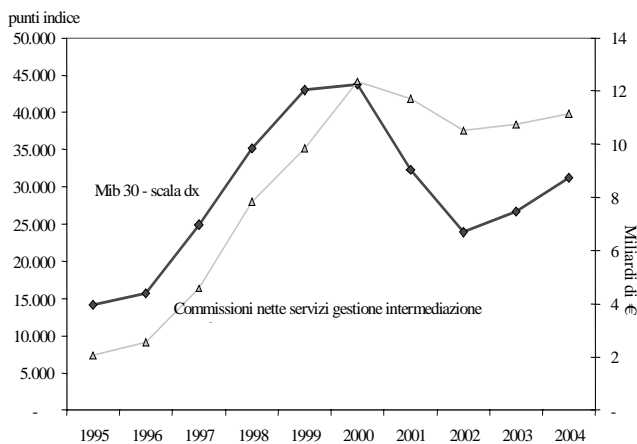
Le commissioni nette (differenza tra commissioni attive e passive) mostrano un andamento e una composizione in linea con quello delle commissioni attive. Ciò significa che la proporzione tra commissioni attive e commissioni passive si mantiene costante nel corso del decennio considerato.

Gli andamenti delle commissioni attive e delle commissioni nette sono influenzate da un lato dall'evoluzione dei mercati borsistici (che influenza l'attività di investimento della clientela), dalla progressiva riduzione dei costi posti a carico della clientela e anche dal possibile raggiungimento di una sorta di "maturità" sull'evoluzione della quota dell'intermediazione finanziaria gestita dalle banche. La ripresa di tali

ricavi, nel 2002 e nel 2003, come rilevabile dalla FIG. 4.4, è da porsi in relazione con l'andamento dell'indice di borsa.

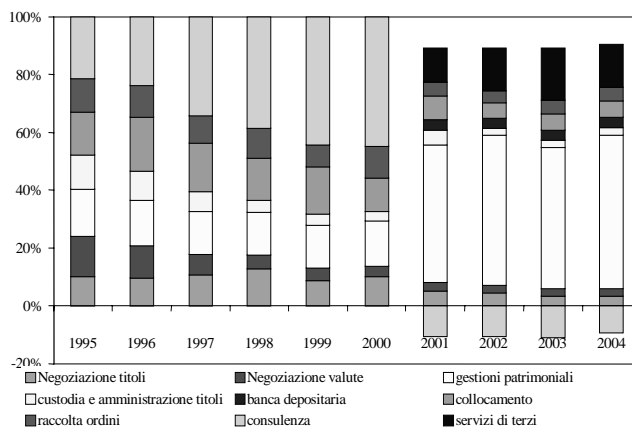
La dipendenza dei ricavi da commissioni attive e commissioni nette dall'andamento delle quotazioni di borsa può essere assunta come un indicatore del fatto che l'interesse delle banche nel campo dei servizi di investimento è sempre stato piuttosto marginale, dettato probabilmente da una logica più difensiva (nei confronti della concorrenza soprattutto estera) che non propositiva; l'approccio ai servizi spesso non è stato supportato da un preciso piano strategico ed organizzativo. Solo con il progressivo sviluppo del risparmio gestito le banche hanno modificato gradualmente gli assetti organizzativi al fine di assecondare le mutate esigenze dei risparmiatori e di fidelizzare maggiormente la clientela. Dopo una fase iniziale di forte espansione ora i proventi delle commissioni da servizi di investimento si sono sostanzialmente stabilizzati. Tale situazione è il risultato dell'agire congiunto di due circostanze: innanzitutto il mutato atteggiamento verso il rischio degli investitori che hanno progressivamente modificato la composizione del proprio portafoglio a beneficio di prodotti meno rischiosi

FIG. 4.4: Indice di borsa e commissioni di intermediazione



e più liquidi (sui quali la banca percepisce commissioni unitarie più contenute) e, in secondo luogo, l'aumento della concorrenza, anche da parte di intermediari esteri, che ha progressivamente spinto verso il basso l'entità delle commissioni a carico della clientela. Tale contrazione delle commissioni, tra l'altro, ha riguardato principalmente quelle a carico della clientela *retail*, mentre sono rimaste sostanzialmente invariate le commissioni applicate alla clientela istituzionale (FIG. 4.5).

FIG. 4.5: Commissioni nette su servizi di gestione, intermed. e consulenza: composizione %



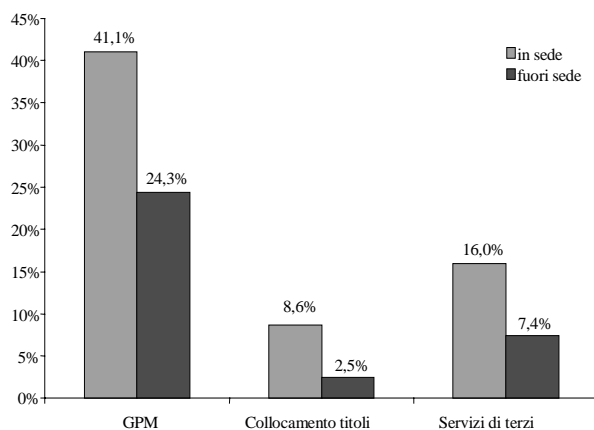
TAB. 4.3: Commissioni attive da distribuzione di prodotti/servizi di terzi (dati %)

	2001	2002	2003
peso sul totale delle commissioni attive	7,0	8,1	9,6
peso sul totale delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza	12,2	15,2	18,4
Composizione:			
Gestioni patrimoniali:	8,1	14,0	13,7
- individuali	5,4	5,0	5,3
- collettive	2,6	9,0	8,4
Prodotti assicurativi	67,6	67,6	71,9
Altri prodotti	24,3	18,4	14,4
Totale (milioni di €)	1.766	1.970	2.451

Prodotti di terzi. Una parte significativa delle commissioni attive proviene dall'offerta di prodotti e servizi di terzi, il cui peso sul totale delle commissioni attive era, a fine 2003, pari al 9,6% mentre il loro peso sul totale delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza era pari al 18,4% (TAB. 4.3).

Si osserva inoltre che, per gli anni dal 2001 al 2003, all'interno dei servizi e i prodotti di terzi la principale fonte di ricavo per le banche italiane è data dai prodotti assicurativi che rappresentano oltre i due terzi del totale di tale voce. Ciò è dovuto al legame che si è instaurato tra istituzioni creditizie e assicurative nel nostro paese, basato su partecipazioni reciproche e accordi di distribuzione. La scelta di collocare prodotti assicurativi (principalmente prodotti vita con eventuale componente finanziaria) attraverso sportelli bancari è dettata da un lato dal desiderio delle compagnie di assicurazione di aumentare la propria clientela sfruttando i rapporti ormai consolidati tra banche e risparmiatori e dall'altro dalla possibilità per le banche stesse di migliorare il margine di intermediazione (attraverso opportune segmentazioni e politiche di *cross-selling*) e il grado di fidelizzazione della propria clientela. Di un certo peso è anche il contributo offerto dalla distribuzione dei servizi di gestione patrimoniale di terzi.

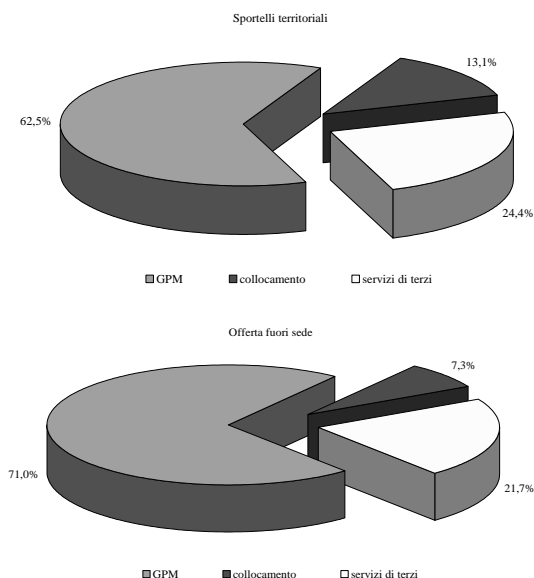
FIG. 4.6: Peso % delle commissioni attive per canale distributivo, 2003



Canali distributivi. Per il 2003 sono altresì disponibili informazioni sul peso dei diversi canali distributivi nell'offerta dei servizi di gestione patrimoniale, collocamento di strumenti finanziari e di distribuzione di prodotti e servizi di terzi. Lo sportello tradizionale si rivela la principale fonte di ricavo rappresentando circa i due terzi delle commissioni attive sui tre servizi in esame; il terzo residuo proviene dal complesso delle attività svolte fuori sede. Sul totale, la quota preponderante dei ricavi è quella relativa allo svolgimento del servizio di gestione patrimoniale: si tratta, infatti, di un servizio completo che consente alla banca di incassare commissioni più elevate e di instaurare con il cliente un rapporto di medio/lungo periodo (FIG. 4.6).

Ulteriori indicazioni emergono dall'esame della composizione delle commissioni per singolo canale distributivo (FIG. 4.7). Tra i prodotti offerti fuori sede, il contributo principale in termini di ricavi è dato dalle GPM (che rappresentano il 71% delle commissioni attive di tale canale distributivo), mentre lo stesso prodotto ha un'incidenza percentuale inferiore (il 62%) se si fa riferimento agli sportelli tradizionali; ciò è coerente con quanto precedentemente osservato dal momento che è presumibile che l'attività dei canali distributivi alternativi (principalmente la rete di promotori finanziari) sia incentrata su servizi a maggior contenuto consulenziale, mentre abbia un ruolo meno importante la pura attività di intermediazione. Di converso, quello relativo al collocamento titoli è un servizio che viene svolto principalmente dagli sportelli tradizionali. I ricavi derivanti da tale attività rappresentano poco più del 13% delle commissioni relative all'attività delle agenzie territoriali (sempre con riferimento ai tre servizi precedentemente citati), mentre rivestono un'importanza pressoché trascurabile (7% circa) tra i ricavi dell'offerta fuori sede.

FIG. 4.7: Composizione % delle commissioni attive tramite sportelli e offerta fuori sede



2. Andamenti recenti in Italia e in Europa

Negli anni più recenti i ricavi delle banche italiane sono cresciuti meno rapidamente della media europea. I confronti non sono sempre agevoli ma è possibile utilizzare il campione EBR-ABI² che consente di mettere a confronto gli andamenti dei ricavi delle banche italiane e europee negli anni più recenti.

A livello europeo il margine di interesse è cresciuto (TAB. 4.4) del 10,3% nel 2003, mentre in Italia si ha una riduzione del 3,5% (tra i paesi in controtendenza ci sono anche Germania e Spagna) Tale situazione resta confermata anche

² Il campione include 25 gruppi bancari selezionati secondo i seguenti criteri: sono quotati, sono originari in uno dei principali 8 mercati bancari europei, mostrano un valore di mercato cumulato che rappresenta nel complesso almeno il 60% del totale del capitale bancario nazionale quotato. I dati del campione sono standardizzati per i diversi ordinamenti regolamentari e contabili. I gruppi italiani presenti nel campione sono Antonveneta, Banca Intesa, BNL, Capitalia, MPS, SanpaoloIMI, Unicredito.

TAB. 4.4: Variazione ricavi principali gruppi bancari: Italia e Europa

Ricavo	Variazione 2003/02		Variazione 1° sem. 2004/03	
	Europa	Italia	Europa	Italia
Marg. interesse	+10,3	-3,5	+6,8	-6,5
Marg. servizi	+5,2	+10,7	+9,9	+5,6
Commiss. nette	-0,3	+3,3	+11,0	+5,1
Ricavi trading	+12,1	+31,9	+9,7	+6,6
Marg intermed.	+7,2	+2,6	+8,8	-1,2

con riferimento al primo semestre 2004 dove si registra un incremento a livello europeo al quale si contrappone ancora una riduzione per l'Italia. Per quanto concerne il margine da servizi si ha nel 2003 un aumento del 5,2% in Europa e del 10,7% in Italia, mentre nel 1° semestre 2004 le percentuali di crescita sono +9,9% in Europa e +5,6% in Italia.

Considerando le componenti del margine dei servizi, si osserva che, nel 2003 le commissioni nette a livello europeo restano mediamente invariate (-0,3%), mentre per le banche italiane si ha un incremento ancorché modesto (+3,3%); nel primo semestre del 2004 si ha un deciso recupero in Europa (+11%) e un incremento significativo ma più modesto in Italia (+5,1%). Più consistente è risultato l'incremento nel 2003 dei ricavi da trading, mediamente cresciuti del 12,1% per le banche europee, mentre le banche italiane hanno segnato un aumento assai più rilevante (+31,9%); tuttavia nel corso dei primi sei mesi del 2004 si assiste ad un notevole ridimensionamento della differenza³.

Dai dati più recenti sembra di rilevare che le banche europee mostrano una maggiore capacità sia in termini di reazione al calo dei tassi sia di generazione di ricavi da servizi in tutte le loro

³ Va però considerato che le banche italiane soffrono ancora di una forte disparità dimensionale rispetto ai player internazionali: basti pensare, infatti, che in valore assoluto i ricavi da trading rappresentano nel 2003 solo un terzo dei ricavi generati dalle banche inglesi (19,6 miliardi di euro).

forme (commissioni e ricavi da *trading*); infatti, a livello europeo, la crescita del margine di intermediazione è stata determinata dall'andamento positivo di tutte le principali voci di ricavo. Al contrario, in Italia, i proventi sulle attività di gestione, intermediazione e consulenza si confermano essere ancora una volta la principale componente delle commissioni attive, rappresentando poco più della metà dei ricavi da servizi (52%). Inoltre, secondo il trend degli ultimi anni continua ad essere in flessione il contributo dei servizi di pagamento (in diminuzione di circa 4 punti percentuali nell'ultimo decennio) che si attesta al giugno 2004 al 12% circa del totale delle commissioni attive).

Al di là dell'accresciuto volume delle commissioni sui servizi di investimento che – a parità di altre condizioni – ha comunque determinato uno spostamento del peso del complesso delle commissioni da servizi, la minore incidenza delle commissioni da servizi di incasso e pagamento può essere imputata al processo di ammodernamento tecnologico e di parziale modifica delle abitudini degli utenti a seguito dell'introduzione di nuove e più sofisticate tecnologie che hanno contribuito alla più ampia diffusione di mezzi di pagamento alternativi. Si pensi, ad esempio, alle carte di credito e di debito, che danno luogo a particolari voci di commissioni attive che vengono contabilizzate nella generica voce “altri servizi”. Si osserva, cioè, non soltanto una variazione nel livello assoluto delle commissioni (questi servizi costano meno al cliente rispetto ai normali bonifici e/o assegni), ma anche nella loro allocazione all'interno del prospetto dei ricavi, variazione che non è possibile stimare o isolare attraverso i dati di bilancio e di nota integrativa. Un'altra ragione che contribuisce a spiegare la riduzione dell'incidenza percentuale dei servizi di incasso

e pagamento è legata alla recente diffusione dei canali remoti che permettono agli utenti di gestire i propri rapporti di pagamento direttamente attraverso Internet (oppure in alcuni casi attraverso opportuni collegamenti dedicati) i cui ricavi confluiscono ancora una volta nella voce “altri servizi”.

3. Conclusioni

L'analisi dell'impatto dei ricavi da servizi sulla redditività delle banche italiane mostra – soprattutto alla luce delle esperienze delle banche europee – come per le banche italiane sia molto forte l'incidenza dei ricavi da servizi (e in particolare di quelli svolti nell'ambito dei servizi di investimento) sul margine di intermediazione, e come sia sempre minore il contributo del margine di interesse.

Con il presente livello dei tassi, il margine d'interesse potrà aumentare solo in relazione allo sviluppo dei volumi dei prestiti, un evento le cui possibilità sono strutturalmente condizionate dall'andamento futuro dell'economia italiana.

L'espansione dei ricavi da servizi è condizionata dal valore aggiunto che il sistema bancario è in grado di portare ai servizi d'investimento della clientela, dai costi da sostenere per mantenere le quote di mercato a fronte della concorrenza proveniente da altri operatori e dai prezzi praticabili per tali servizi pure sottoposti a pressione competitiva. Il controllo dei costi potrebbe anche richiedere qualche cambiamento nelle politiche di offerta fino ad ora proposte, che in taluni casi porterà alla rinuncia (o alla diminuzione) dell'offerta di prodotti “costruiti in casa” per privilegiare prodotti di terzi di qualità superiore o a costo minore.