



**Università Cattolica del S. Cuore**

**LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA**

**OSSERVATORIO MONETARIO**

**n. 3/2005**

Autori del presente rapporto sono Giacomo Vaciago (introduzione), Marco Lossani e Giovanni Verga (cap. 1), Domenico Delli Gatti (cap. 2), Flavia Ambrosanio (cap. 3), Angelo Baglioni (cap. 4) e Alberto Banfi (cap. 5). Hanno collaborato: Mario Anolli, Stefania Andreotti, Giovanni Barone, Stefano Corona, Daniele Limonta, Maurizio Marchiori, Laura Nieri, Francesca Pampurini e Davidia Zucchelli.

Direzione e coordinamento: Piero Giarda. Segreteria: Alessandra Zanolì.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili nel mese di ottobre 2005.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2466; [laboratorio.monetario@unicatt.it](mailto:laboratorio.monetario@unicatt.it); [www.assbb.it](http://www.assbb.it)



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

*Il Laboratorio di Analisi Monetaria ricorda  
con affetto e riconoscenza l'opera scientifica e didattica  
del prof. Giancarlo Mazzocchi.*



## INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	“ 1
1 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	“ 3
1. Il quadro macroeconomico	“ 3
2. Tassi e aggregati monetari in Europa	“ 12
3. Aggregati e tassi bancari in Italia	“ 20
4. Imprese e mercato dei capitali	“ 24
5. Le previsioni dell’Euribor e del tasso ufficiale	“ 25
2– CADUTA DEL VALORE AGGIUNTO INDUSTRIALE E DELOCALIZZAZIONE	“ 27
1. Terziarizzazione, una tendenza di fondo	“ 27
2. Deindustrializzazione: un fenomeno di terziarizzazione residuale	“ 28
3. Delocalizzazione e internazionalizzazione	“ 29
4. Tendenze della delocalizzazione	“ 30
5. Effetti occupazionali	“ 32
6. Gli investimenti diretti all’estero	“ 33
7. Il traffico di perfezionamento	“ 33
8. L’internazionalizzazione delle PMI	“ 35
9. Terziarizzazione e internazionalizzazione	“ 37
10. Internazionalizzazione, delocalizzazione e competitività	“ 38
3 – LA MANOVRA DI FINANZA PUBBLICA	“ 40
1. Il pre-consuntivo 2005	“ 40
2. Le previsioni 2006	“ 41
3. Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2006	“ 42
4. La manovra sulle spese	“ 43
5. La manovra sulle entrate tributarie e contributive	“ 46
6. Una manovra che non c’è?	“ 47
4 –CONCENTRAZIONE E CONCORRENZA TRA LE BORSE EUROPEE	“ 49
1. Le fasi dello scambio di strumenti finanziari	“ 50
2. Integrazione orizzontale	“ 51
3. Integrazione verticale	“ 52
4. L’attuale assetto del settore in Europa	“ 53
5. Il caso LSE-DB-Euronext	“ 54
6. La Comunicazione della Commissione Europea	“ 55
7. Conclusioni	“ 55
5 – L’ANDAMENTO DEI COSTI DELLE BANCHE ITALIANE NEGLI ANNI PIU’ RECENTI	“ 57
1. I costi nei gruppi bancari italiani	“ 57
2. L’analisi dei costi nel contesto europeo	“ 63
3. Conclusioni	“ 66

## SINTESI

### **Aspetti della congiuntura reale e monetaria** –

La crescita dell'economia mondiale nel corso del 2005 ha conosciuto un lieve rallentamento unitamente a un aumento della dispersione della crescita dei diversi paesi. Propulsori della crescita rimangono gli USA e la Cina; segnali di ripresa si manifestano all'interno dell'economia giapponese, mentre tutta l'area dell'euro continua ad essere caratterizzata da una crescita assai modesta, nonostante le favorevoli condizioni della politica monetaria. L'economia italiana sembra uscita dalla fase di recessione, anche se il quadro congiunturale si presenta debole ed incerto soprattutto per la bassa performance delle esportazioni nette determinata dalla forte perdita di competitività del sistema produttivo. La crescita media annua prevista per il 2005 si colloca intorno allo 0,2% rispetto al 2004.

Sul fronte monetario, si rileva che il tasso ufficiale della zona-Euro è rimasto al 2% anche dopo la recente riunione del Consiglio direttivo della BCE e pure di fronte a ulteriori aumenti dei tassi americani. Le aspettative sui tassi futuri sono tornate, dopo la parentesi dei mesi estivi, orientate a un modesto aumento dei tassi a breve termine; anche il wording dei comunicati della BCE si è spostato verso una maggiore probabilità di aumento dei tassi. I tassi a lunga in Europa continuano ad essere più bassi di quelli americani, sia nel comparto dei titoli pubblici che in quelli corporate: lo spread tra i due è sceso a minimi storici. Continua in Europa la forte crescita degli aggregati monetari e creditizi. Anche in Italia la moneta, la raccolta e gli impieghi bancari continuano ad aumentare a tassi notevolmente superiori alla crescita del

reddito, alimentando una liquidità molto elevata dei mercati finanziari. La crescita degli impieghi si concentra nei prestiti alle famiglie (mutui per l'abitazione e prestiti al consumo) e nei prestiti con scadenza maggiore di un anno a favore delle imprese. I tassi bancari sono sostanzialmente stabili.

### **Caduta del valore aggiunto industriale e delocalizzazione** –

La quota dell'industria sul valore aggiunto è in progressivo calo in tutti i paesi industrializzati. Il fenomeno è dovuto a una varietà di fattori: (i) al diverso andamento della produttività nell'industria rispetto al terziario, (ii) a fattori statistico-contabili conseguenza del fatto che alcune attività precedentemente svolte all'interno di aziende classificate come industriali sono state spostate all'esterno (*outsourcing*), (iii) alla delocalizzazione verso paesi a più basso costo del lavoro di quote crescenti dei processi produttivi tradizionali dell'industria (internazionalizzazione dell'impresa e globalizzazione). Quest'ultimo aspetto ha portato al progressivo, apparentemente paradossale, aumento della quota dell'export sul PIL in tutti i paesi, pure a fronte di una riduzione della quota del valore aggiunto industriale, attraverso il cosiddetto traffico di perfezionamento passivo (l'esportazione temporanea di merci per lavorazione all'estero, reimportazione e successivo export di prodotti finiti).

### **La manovra di finanza pubblica per il 2006** –

I risultati di finanza pubblica per il 2005, come emergono dai dati di pre-consuntivo, mostrano che nessuno degli obiettivi originari programmatici è stato realizzato. Le spese primarie sono aumentate a ritmi sostenuti e le entrate tributarie, considerando la crescita zero prevista per quest'anno, sono rimaste stabili al livello del 2004. Di conseguenza, sono peggiorati i saldi ed



è aumentato il rapporto debito/PIL. Lo scenario tendenziale per il 2006 è incompatibile con gli impegni assunti in sede europea e richiede una manovra correttiva del deficit, dell'ordine degli 11,5 miliardi di euro. Le disposizioni contenute nel disegno di Legge Finanziaria e nel decreto fiscale 203/2005 prevedono riduzioni di spesa rispetto alla legislazione vigente per 10,5 miliardi (risultanti da aumenti per 14,9 miliardi e riduzioni per 4,4 miliardi) e aumenti di entrate per 1,0 miliardi (risultanti da aumenti di prelievo per 4,3 miliardi e riduzioni di prelievo per 3,3 miliardi). Tali misure appaiono però, nel loro insieme, inadeguate a perseguire sia la correzione dei conti pubblici sia il rilancio dell'economia.

**Concentrazione e concorrenza tra le borse europee** – Il settore delle Borse in Europa ha vissuto alcune operazioni di concentrazione nel recente passato. Il mercato sta evolvendo verso un assetto ottimale, oppure ci sono situazioni inefficienti e/o posizioni di rendita? L'analisi della configurazione industriale, nel settore dei mercati finanziari, non si può limitare a considerare le strutture di trading, ma deve coinvolgere anche le strutture di post-trading. Il caso del LSE – oggetto di offerte di acquisizione da parte di Euronext e della Borsa tedesca – mette in luce che l'integrazione orizzontale tra strutture di trading non rappresenta un problema, sotto il profilo antitrust, posto che rimangano sul mercato altri offerenti in grado di esercitare una concorrenza – almeno

potenziale. Al contrario, l'integrazione verticale tra strutture di trading e di post-trading è una minaccia alla concorrenza, poiché crea l'incentivo ad utilizzare le strutture di post-trading come barriere all'entrata nel mercato dei *trading services*.

**L'andamento dei costi delle banche italiane negli anni più recenti** – L'aumento della volatilità dei mercati, la progressiva riduzione degli spread tra i tassi attivi e passivi e il clima concorrenziale che caratterizza il sistema bancario europeo ha spinto le banche a rivedere le proprie strategie agendo non soltanto sul lato dei ricavi, ma anche dei costi.

L'analisi dei bilanci dei gruppi bancari italiani mostra che, nel corso degli ultimi esercizi, tutte le banche hanno avviato programmi di *cost reduction* più o meno articolati; le strategie adottate dalla maggior parte delle banche evidenziano la volontà di gestire in maniera attiva tutti i costi, articolati nelle loro due principali componenti: i costi del personale e le spese amministrative.

Alla luce della progressiva globalizzazione, che ha interessato anche il settore bancario, e della maggiore competitività proveniente dalle banche estere, è anche interessante riflettere sul confronto tra il nostro sistema bancario e i principali competitors internazionali: rispetto ad essi i gruppi bancari italiani risultano ancora caratterizzati da un più elevato rapporto tra costo del personale e margine di intermediazione.

## INTRODUZIONE

### **STABILITA' SENZA CRESCITA**

La prossima legislatura inizierà con gli stessi due obiettivi che non sono stati conseguiti in questi cinque anni: risanare la finanza pubblica e sostenere la crescita economica.

In proposito, la situazione appare deteriorata rispetto a quella di 5 anni fa, e i “gradi di libertà” disponibili per la prossima legislatura risultano ridotti. Ricordiamo brevemente il quadro obiettivi-vincoli.

1) I “*deficit gemelli*”. La riduzione dell’avanzo primario dei nostri conti pubblici si è accompagnata ad un equivalente peggioramento dei conti con l’estero.

2) La *competitività*. La mancata crescita della produttività, in presenza di un aumento del costo del lavoro che ha proseguito il trend precedente, ha portato ad un differenziale a nostro svantaggio del CLUP, rispetto ai paesi della zona euro.

3) Lo *shock petrolifero*. Il forte aumento dei prezzi del petrolio ha inciso sui conti delle famiglie (che hanno ridotto i consumi e/o aumentato il loro indebitamento) più che sui conti delle imprese. Queste ultime hanno, in generale, aumentato i loro profitti e/o ristrutturato le aziende con maggiori investimenti. Nel primo caso, ciò si è riflesso in migliori performance delle borse, in paradossale contrasto con il diffuso pessimismo dei consumatori.

Rispetto all’esperienza passata, due aspetti in particolare meritano di essere sottolineati. Da un lato, il minor “impulso inflazionistico” dell’aumento del prezzo del petrolio. Dall’altro lato, il ridotto effetto positivo sulla domanda, e quindi sul reddito, dei nostri maggiori deficit pubblici.

Ambedue questi aspetti possono essere ricondotti al mutato quadro delle istituzioni e delle regole che presiedono da un lato al mercato del lavoro e dall’altro alle decisioni sul bilancio pubblico. Ne risulta aumentato il grado di stabilità dell’economia, più di quanto si potesse prevedere.

La spiegazione dei ridotti effetti inflazionistici dell’aumentato prezzo del petrolio riguarda sia la reputazione delle Banche Centrali (“rinforzata” dalle procedure più vincolanti che diverse autorità monetarie oggi presentano); sia la perdita d’importanza delle passate indicizzazioni. Una conseguenza positiva è che si sono di molto ridotti i rischi di recessione, a differenza di quanto si era verificato in seguito ai due shocks petroliferi degli anni ’70.

C’è però un trasferimento di reddito dai consumatori ai paesi produttori di petrolio: il ricavato sostiene investimenti produttivi e di portafoglio (in quest’ultimo caso, sono i prezzi delle attività a crescere più dei prezzi dei beni).

Per i ridotti “effetti moltiplicativi” dei deficit pubblici sulla domanda e sul reddito, la possibile spiegazione teorica fa riferimento al regime di aspettative alimentato dall’esistenza (dal 1997) del “Patto di stabilità” europeo. Come è noto, gli sconfinamenti dei deficit pubblici – rispetto ai “tetti” concordati – comportano la necessità di futuri tagli dei bilanci stessi per ricondurre non solo i saldi ai valori ammessi, ma anche ripristinare gli indicatori relativi allo stock del debito. Ne risulta che ogni deficit “eccessivo” si accompagna alla previsione di una successiva necessaria riduzione di pari entità del deficit stesso. E’ quindi in proporzione ridotto anche l’effetto espansivo che il maggior deficit può inizialmente manifestare.



Da ambedue questi fattori risulta dunque un sistema economico molto più stabile che in passato. Questa aumentata stabilità è in sé un aspetto positivo, da non confondere con la mancata crescita che pure si è manifestata in questi anni, ma che è da imputare ad altre caratteristiche della nostra economia. Per tornare a crescere non servirebbero politiche monetarie

e fiscali più aggressive, ma politiche rivolte all'innovazione e a guadagni di produttività con particolare riferimento al settore dei servizi (pubblici e privati). E' quanto ci insegna l'esperienza dei paesi più cresciuti negli ultimi dieci anni ed è quanto non siamo finora riusciti a fare (ma forse non l'abbiamo neppure capito...).

## 1. ASPETTI DI CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Il capitolo tratta, nel primo paragrafo la evoluzione del quadro macroeconomico internazionale (crescita reale e inflazione) con riferimento specifico a USA, Giappone, Europa e Italia.

Nel secondo paragrafo viene presentata la evoluzione dei tassi di interesse, di *policy* e di mercato, per le diverse scadenze con un confronto Europa-USA considerando i titoli pubblici e le obbligazioni *corporate*. Si discute anche dell'andamento degli aggregati monetari in Europa. Il terzo e il quarto paragrafo presentano l'andamento degli aggregati e dei tassi bancari in Italia e il ricorso delle imprese al mercato dei capitali.

### 1. Il quadro macroeconomico

**Il quadro internazionale.** Lo scenario congiunturale rimane sostanzialmente positivo nonostante l'elevato prezzo del petrolio, le conseguenze dell'uragano Katrina e gli altalenanti andamenti registrati negli ultimi trimestri da diversi indicatori di fiducia all'interno dell'economia statunitense. Come previsto già alla fine dello scorso anno, la crescita dell'economia mondiale nel corso dell'anno 2005 ha conosciuto un lieve rallentamento che si è accompagnato ad un aumento del grado di dispersione dei tassi di crescita registrati dai principali gruppi di paesi. Propulsore dell'attuale fase espansiva rimane il bi-motore USA-Cina, mentre l'area dell'euro continua ad essere caratterizzata da una crescita assai modesta soprattutto all'interno delle maggiori economie continentali – nonostante uno *stance* moderatamente espansivo sia della politica monetaria che di quella fiscale. Segnali di ripresa iniziano invece a manifestarsi con una certa vivacità all'interno dell'economia giapponese.

Per il biennio 2005-06 il FMI ha previsto un tasso di crescita globale pari al 4,3%, che è frutto di andamenti abbastanza variegati sia all'interno del gruppo delle maggiori economie industrializzate che tra le economie emergenti.

**TAB. 1.1: Le previsioni del FMI**

	PIL		Inflazione	
	2005	2006	2005	2006
USA	3,5	3,3	3,1	2,8
Giappone	2,0	2,0	-0,4	-0,1
UME	1,2	1,8	2,1	1,8
Germania	0,8	1,2	1,7	1,7
Francia	1,5	1,8	1,9	1,8
Italia	0,0	1,4	2,1	2,0
UK	1,9	2,2	2,0	1,9
Cina	9,0	8,2	3,0	3,8
India	7,1	6,3	3,9	5,1

Fonte: FMI, World Economic Outlook, settembre 2005.

Tra i paesi del G7 l'economia più dinamica continuerà ad essere gli USA, mentre il Giappone dovrebbe registrare per la prima volta dopo molti anni una crescita reale del 2,0%. L'area dell'euro invece rimarrà su tassi di espansione ancora modesti (TAB. 1.1). Tra le economie emergenti la dispersione nelle *performance* di crescita tenderà ad aumentare anche per effetto del diverso grado di esposizione allo *shock* petrolifero, e più in generale all'andamento dei prezzi delle materie prime. A fronte del rallentamento registrato dall'America Latina, Cina e India continueranno nella loro fase di forte espansione. In particolare va notato come la crescita cinese sia continuata ben al di là delle attese (+9,0% nel 2005), nonostante la decisa decelerazione degli investimenti; il nuovo motore della crescita cinese è ora rappresentato dalle esportazioni nette le cui *performance* non sembrano minimamente scalfite dalla (apparente) mini-riforma valutaria introdotta nello scorso mese di luglio dalle autorità monetarie cinesi<sup>1</sup>. Dal canto suo l'India

<sup>1</sup> In quell'occasione il renminbi viene rivalutato del 2%, viene definita una parità centrale nei confronti di un basket di valute e si consente una fluttuazione





ha fatto segnare un tasso di crescita del 7,1% nell'anno 2005, che costituisce un tasso ancora superiore a quello del proprio sviluppo potenziale (pari al 6,0% circa).

Sul fronte inflazionistico iniziano a manifestarsi le prime tensioni (e preoccupazioni), come conseguenza di un prezzo del petrolio sempre elevato che ha raggiunto – anche se per poche sedute – la quotazione di 70 dollari al barile. La *headline inflation* sta registrando pressoché ovunque dei discreti incrementi, anche se ancora di gran lunga inferiori a quelli registrati dal prezzo del greggio. Gli ultimi dati provenienti dagli USA confermano tale diagnosi: il tasso di inflazione al consumo in settembre pari al 4,7% tendenziale risulta addirittura superiore a quello ereditato da Greenspan nel 1987, all'indomani del suo insediamento alla guida della Fed. Nello stesso mese i prezzi alla produzione sono aumentati dell'1,9% su base congiunturale e del 6,9% rispetto a 12 mesi prima. L'unico elemento che rimane sotto controllo è la *core inflation*, al pari degli incrementi salariali e delle aspettative inflazionistiche. Sull'andamento futuro del processo inflazionistico pesano due incognite. In primis quella relativa al prezzo del petrolio. Utilizzando i prezzi delle opzioni si può calcolare come la probabilità che nel prossimo anno il prezzo di una barile di West Texas Intermediate (WTI) ecceda il livello di 80 dollari sia ormai pari al 20% (mentre l'anno scorso di questi tempi la medesima operazione conduceva al computo di un valore nullo). In secondo luogo è necessario considerare la possibilità che in futuro inizino a manifestarsi – diversamente da quanto accaduto sinora – *second-round effects*

---

giornaliera dello 0,3% nei confronti del dollaro. Nell'opinione di molti osservatori ciò costituisce un pacchetto di misure poco trasparenti e inutili che non hanno fatto altro che rinforzare aspettative di ulteriore rivalutazione del renmimbi.

attraverso la richiesta di incrementi salariali dovuti alle mutate aspettative di inflazione. Tuttavia, come argomentato nella sezione successiva, non è da escludere che entrambe le preoccupazioni siano da ritenersi eccessive.

Infine, la valutazione dello scenario macro globale non può prescindere dalla considerazione degli squilibri di parte corrente, che prima o poi richiederanno correzioni anche consistenti dei rapporti di cambio. Il deficit corrente USA continua ad essere elevato, avendo ormai superato i 6 punti percentuali di PIL, ed è trascinato verso l'alto da una bilancia commerciale sempre più in disavanzo a causa del prezzo del petrolio e del maggior deficit bilaterale con la Cina. Come argomentato più volte in passato la sua correzione richiederebbe un sostanziale indebolimento del dollaro che al momento – considerato anche l'andamento atteso dei differenziali di tassi di interesse tra USA ed Europa – sembra da escludere nel breve termine. Ciò che invece risulta probabile – qualora il prezzo del petrolio dovesse rimanere su quotazioni elevate – è un'ulteriore accentuazione del disavanzo stesso, essendo l'economia statunitense importatrice netta di greggio.

**Prezzo del petrolio e liquidità.** Abbiamo già discusso in un precedente numero di Osservatorio Monetario 3/2004 delle possibili determinanti dell'elevato prezzo del petrolio. La saggezza convenzionale ritiene che l'attuale shock (o presunto tale) petrolifero sia dovuto a fattori sia dal lato della domanda (riconducibili alla forte crescita di emergenti come la Cina e l'India) che da quello dell'offerta (rappresentati più che dalla scarsità di estrazione di greggio<sup>2</sup>, dalla difficoltà

---

<sup>2</sup> Per completezza va ricordato che secondo alcuni commentatori sarebbe stata raggiunta la condizione di *peak oil*, definita come momento in cui la produzione mondiale di greggio raggiunge il suo valore massimo e da quel momento in avanti inizia a

di raffinazione dello stesso, che recentemente è stata accentuata dalla chiusura temporanea di 4 importanti impianti del Golfo del Messico danneggiati dai recenti uragani). Tuttavia un ruolo non banale sembra essere rappresentato anche dalla componente speculativa della domanda di petrolio, che a sua volta risente del livello di liquidità internazionale, ed in particolare dallo *stance* di politica monetaria deciso dalla Fed.

Secondo tale schema interpretativo il meccanismo all'opera sarebbe lo stesso descritto in uno dei più famosi contributi della moderna teoria dei sistemi macroeconomici aperti: il modello dell'*overshooting* di Dornbusch. In tale modello uno shock monetario espansivo produce una riduzione istantanea dei tassi di interesse e un altrettanto immediato, cospicuo deprezzamento del tasso di cambio che raggiunge un livello superiore a quello di equilibrio di lungo periodo (*overshooting*) per compensare la rigidità dei prezzi degli altri beni. Le aspettative di successivo apprezzamento del tasso di cambio sono funzionali all'ottenimento dell'equilibrio di lungo periodo, che viene raggiunto muovendosi lungo un sentiero di aggiustamento caratterizzato dall'apprezzamento del tasso di cambio, l'aumento dei tassi di interesse e l'incremento dei prezzi.

La stessa logica dell'*overshooting* del cambio si applicherebbe al caso delle *commodities*, il cui prezzo si viene a sostituire al tasso di cambio come grandezza che si modifica istantaneamente per consentire l'equilibrio dei mercati. L'espansione

---

declinare determinando tensioni crescenti sui prezzi. In effetti il rischio di aver raggiunto il cosiddetto *peak oil* è concreto anche per ragioni squisitamente tecniche. Uno sfruttamento continuo dei pozzi petroliferi attraverso estrazione di greggio conduce ad un calo della pressione all'interno del giacimento che rende assai più difficili e costose e successive operazioni di estrazione. A ciò va aggiunta la scoperta di un numero ridotto di pochi, nuovi giacimenti importanti.

monetaria determina infatti la riduzione dei tassi di interesse e l'iperreazione dei prezzi delle *commodities* che raggiungono rapidamente quotazioni assai elevate<sup>3</sup>. Infatti, il basso livello dei tassi d'interesse reali aumenta la domanda per (e riduce l'offerta di) beni immagazzinabili (quale è il petrolio) attraverso la riduzione degli incentivi ad aumentare in tempi brevi l'estrazione del greggio, l'aumento della disponibilità delle imprese a mantenere un consistente stock di magazzino di materie prime e riducendo il costo opportunità rappresentato dai rendimenti offerti da investimenti finanziari alternativi (quali ad esempio investimenti in titoli obbligazionari di Stato). Quando con un certo ritardo i prezzi dei beni manufatti iniziano ad aumentare, i prezzi reali delle *commodities* flettono, contemporaneamente all'aumento dei tassi di interesse.

A supportare questa teoria alternativa – proposta con forza e da tempo da Jeffrey Frankel – vi sarebbe un'evidenza empirica chiara. Ogniqualvolta i tassi di interesse reali sono risultati particolarmente bassi – a seguito di condizioni monetarie particolarmente espansive, come nel 1973 e nel 1979 – il prezzo del petrolio è fortemente cresciuto e con esso anche i prezzi delle altre *commodities*. Il caso attualmente in esame non si sottrarrebbe a questo fatto stilizzato. L'abbondante liquidità generata dalla forte espansione monetaria attuata dalla Fed tra la fine degli anni '90 e i primi anni del nuovo secolo sarebbe tra le determinanti (ovviamente non l'unica) dell'alto prezzo del petrolio. La liquidità immessa dalla Fed – ed i conseguenti bassi tassi di interesse reali – avrebbero infatti spinto gli operatori ad aprire posizioni speculative sul mercato delle materie prime ed in particolare su quello del petrolio, determinan-

---

<sup>3</sup> Al pari del prezzo della valuta estera, che risulterebbe apprezzata rispetto a quella domestica.



done un forte rialzo delle quotazioni. Non solo, ma lo stesso *framework* teorico consentirebbe di comprendere anche le possibili evoluzioni dell'attuale scenario. Infatti, con il ritorno della liquidità e dei tassi di interesse reali su livelli di normalità – attraverso le ripetute operazioni di rialzo dei tassi da parte della Fed – si verrebbe a ridurre notevolmente la componente speculativa della domanda di greggio. Ne discende che, se tale linea interpretativa è corretta, la continuazione delle restrizioni monetaria posta in essere dalla Fed dovrebbe contribuire a contenere i futuri aumenti del prezzo del greggio. Gli elevati livelli attualmente raggiunti dovrebbero quindi progressivamente scomparire.

#### ***Second-round effects e processo inflazionistico..***

Ciò che distingue nettamente l'attuale shock petrolifero da quelli degli anni '70 non è solo il diverso livello raggiunto dalle quotazioni reali del prezzo del petrolio (che oggi nonostante il prezzo nominale di 70 dollari al barile è ancora inferiore al costo reale toccato in occasione del secondo shock petrolifero del 1979). L'altro elemento di differenza è costituito dal diverso meccanismo di trasmissione attraverso il quale lo shock al prezzo del greggio si diffonde al livello generale dei prezzi.

In realtà nessuno un anno fa si sarebbe aspettato per la fine del 2005 un tasso di inflazione al consumo (*headline inflation*) accresciutosi solo di un paio di punti percentuali e un tasso di inflazione *core* sostanzialmente stabile attorno al 2,0% (negli USA ora è addirittura più bassa del livello raggiunto a febbraio) in risposta ad un incremento del prezzo del greggio superiore ai 30 punti percentuali. Il motivo è probabilmente da ricercarsi nel diverso contesto in cui i due shock hanno agito<sup>4</sup>. Negli anni '70 le economie

erano sostanzialmente chiuse alla concorrenza internazionale, rigide e caratterizzate da un elevato grado di indicizzazione dei salari ai prezzi. Oggigiorno le economie sono molto più aperte e più esposte alla concorrenza internazionale e alle forze della globalizzazione, sono diventate assai più flessibili (o meno rigide come nel caso europeo) e i meccanismi di indicizzazione dei salari ai prezzi sono quasi definitivamente scomparsi. Il diverso contesto ha radicalmente mutato il modo in cui gli shock negativi dal lato della offerta impattano sul processo di crescita dei prezzi limitando fortemente la trasmissione dello shock lungo la catena salari-costi-prezzi. A ciò si aggiunga che la diffusa indipendenza raggiunta dalle Banche Centrali ha generato la convinzione che difficilmente uno shock negativo dal lato dell'offerta avrebbe goduto di accomodamento monetario, come invece accaduto negli anni '70. Il combinato disposto di questi elementi ha quindi comportato anche un sostanziale contenimento delle aspettative inflazionistiche, un fenomeno in linea con l'andamento (come detto non preoccupante) della *core inflation*. Al più - come emerge dall'ultima Survey condotta dalla Università del Michigan – il rialzo delle attese di inflazione si manifesta solo su di un orizzonte temporale di breve termine, come se lo shock fosse considerato al più di natura esclusivamente temporanea.

**L'economia USA.** L'economia USA continua nella sua fase di espansione. Il tasso di crescita del PIL (su base congiunturale annualizzata) è risultato pari al 3,8% nel primo trimestre e al 3,3% nel secondo trimestre. La domanda interna continua ad essere il principale motore della crescita, soprattutto grazie alla ininterrotta ascesa dei consumi privati (aumentati su base congiunturale del 3,5 e del 3,4% nei primi due trimestri dell'anno). Gli investimenti hanno

---

<sup>4</sup> E' questa la posizione di Stephen Roach, Strategist di Morgan Stanley.

conosciuto una battuta d'arresto (-3,7%) dopo il forte incremento realizzato nel primo trimestre(+8,6%), mentre la spesa pubblica ha fatto registrare un incremento pari all'1,9 e al 2,5%. Per la prima volta dal 2003, anche il commercio estero ha contribuito a sostenere positivamente la dinamica del PIL. Il giudizio positivo sulla fase congiunturale più recente si rafforza ulteriormente considerando che solo un ingente decumulo di scorte ha impedito il conseguimento di un saggio di crescita significativamente maggiore.

Sulla velocità di crescita del terzo trimestre pesano gli effetti distruttivi degli uragani che si sono abbattuti nell'area meridionale prospiciente al Golfo del Messico e le conseguenze del deterioramento del clima di fiducia delle famiglie. Gli ingenti danni subiti dalle aree colpite – che hanno indotto l'amministrazione Bush a stanziare un primo pacchetto di aiuti pari a 70 miliardi di dollari, cui faranno probabilmente seguito altri 60-80 miliardi – potrebbero determinare importanti flessioni nell'attività produttiva di una vasta regione del paese. A ciò andrebbero aggiunte le conseguenze negative per quanto concerne il prezzo del petrolio e delle benzine. Va infatti ricordato che in questa zona si concentra circa il 29% della produzione totale di petrolio statunitense e poco più del 47% della capacità di raffinazione complessiva USA. Quasi contemporaneamente al manifestarsi delle calamità naturali si è venuto evidenziando un netto peggioramento della fiducia delle famiglie tra agosto e settembre. L'indice elaborato dal Conference Board ha registrato una pesante flessione (di oltre 17 punti). Le famiglie hanno segnalato non solo un deterioramento di quella che è la loro percezione della situazione attuale, ma soprattutto di quella in chiave prospettica. Sul dato ha pesato, oltre all'effetto psicologico

indotto dagli uragani, anche l'incertezza sulle prospettive di crescita e il timore di una pesante riduzione del potere d'acquisto dei salari per effetto del caro petrolio e del possibile deterioramento del quadro occupazionale. Le preoccupazioni sull'evoluzione del mercato del lavoro sono state però parzialmente smentite dai dati riguardanti il mese di settembre. Il calo nel numero di buste paga nel mese è stato ben più contenuto del previsto (35 mila unità contro attese di 150 mila) ed è da considerarsi temporaneo alla luce soprattutto della revisione al rialzo dei dati di occupazione di luglio e di agosto. Inoltre la crescita dei salari nominali resta positiva - anche se moderata e comunque inferiore alla dinamica realizzata dall'inflazione al consumo. Gli ultimi dati di settembre relativi al clima di fiducia delle imprese hanno mostrato un andamento divergente tra il settore manifatturiero e quello dei servizi. Il primo è salito inaspettatamente a quota 59,4, il livello più elevato dell'ultimo anno, trainato dalla componente nuovi ordinativi e produzione. L'indice ISM – servizi, invece, ha registrato la più consistente flessione dal 1997 (pari ad un calo 18 punti). Su base trimestrale l'indicatore aggregato resta comunque al livello di 59,6, ampiamente al di sopra del livello chiave di 50, che segnala la presenza di una fase di espansione economica.

Nel terzo trimestre l'attività produttiva dovrebbe essersi accresciuta al tasso annualizzato dell'1,3%, in rallentamento rispetto al trimestre precedente a causa della significativa flessione registrata in settembre, legata al blocco della produzione nelle aree colpite dagli uragani e dagli scioperi che hanno interessato i principali produttori di aeromobili. In particolare a settembre l'attività produttiva si è contratta a dell'1,3% su base mensile, rallentando la crescita tendenziale dal 3,1% al 2,0%: il settore



estrattivo, che include anche quello petrolifero, ha segnato una flessione del 9,1% su base mensile e del 16,5% su base annua. Il blocco degli impianti ha pesato sul tasso di utilizzo della capacità produttiva che è scesa al 78,6%, un tasso che resta marginalmente superiore al livello medio dell'anno, ma di ben 2,4 punti al di sotto della media di lungo periodo (1972-2004).

Come già anticipato nelle sezioni precedenti, gli indici dei prezzi hanno registrato aumenti particolarmente intensi in settembre a seguito dell'ulteriore forte incremento del prezzo del petrolio. Tuttavia, escludendo le componenti volatili (energia e alimentari), la crescita dei prezzi è stata solo dello 0,1% su base mensile e del 2,0% su base annua. In termini annualizzati, l'indice generale dei prezzi è salito del 5,0% tra luglio e settembre, in lieve rallentamento rispetto al 5,5% del secondo trimestre confermandosi comunque su livelli elevati. La Fed non è rimasta immobile di fronte a queste tendenze. In occasione dell'ultima riunione del FOMC - in cui è stato deciso l'incremento di altri 25 punti base del tasso sui Fed Funds, ora giunto al 3,75% - è emersa con chiarezza la crescente preoccupazione in merito alle dinamiche petrolifere che rischia di aumentare le pressioni al rialzo sui prezzi. Tale atteggiamento *hawkish* - recentemente confermato dalle parole di Kohn, uno dei candidati più accreditati a succedere a Greenspan alla presidenza della Fed - ha ulteriormente rafforzato le aspettative di una continuazione della politica di rialzi dei tassi che raggiungerebbero un livello di normalità qualora fossero portati ad un livello compreso tra il 4,5 e il 5,0%.

**L'economia giapponese.** Per la prima volta dopo più di un decennio la gran parte degli

indicatori economici giapponesi - sia reali che finanziari - ha registrato un andamento positivo. Nel corso dei primi due trimestri dell'anno il PIL è cresciuto ad un tasso congiunturale annualizzato del 5,4 e del 3,3%. Valutata in termini tendenziali la crescita giapponese ha accelerato dall'1,3% al 2,1%, trainata dalla domanda interna, favorita da una forte ripresa dei consumi famigliari nel secondo trimestre dell'anno (riflesso anche di un miglioramento delle condizioni registrate sul mercato del lavoro) e da un buon andamento degli investimenti, che hanno trovato supporto nella ripresa dei profitti aziendali.

Il sondaggio trimestrale Tankan condotto dalla Banca Centrale - relativo al periodo luglio-settembre - ha segnalato la presenza di indicatori compatibili con una stabilizzazione della crescita futura su livelli soddisfacenti. L'indice relativo alle grandi imprese manifatturiere è salito da 18 a 19, in prossimità dei massimi registrati all'inizio degli anni '90; quello dei servizi è passato da 14 a 16, segnando il nuovo massimo assoluto.

L'indagine ha inoltre confermato i segnali di miglioramento strutturale dell'economia emersi a partire dallo scorso anno. L'attitudine delle banche a concedere prestiti è aumentata, come confermato dalla maggiore erogazione del credito a vantaggio di imprese che continuano a segnalare l'intenzione di effettuare nuovi investimenti<sup>5</sup>. Il cronico eccesso di offerta sul mercato del lavoro sta gradualmente riassorbendosi: il *Tankan-Employment Index* continua a segnalare una certa scarsità di manodopera, inducendo le imprese a programmare nuove assunzioni. Il tasso di disoccupazione si è stabilizzato sui minimi degli ultimi sette anni al 4,3%, contemporaneamente ad una

---

<sup>5</sup> Il Tankan Capex Index è stabile attorno alla quota 9,3, sui massimi degli ultimi quindici anni.

serie di miglioramenti qualitativi che stanno caratterizzando il mercato del lavoro nipponico. A partire dal secondo semestre del 2004, infatti, il numero di lavoratori a tempo pieno è gradualmente aumentato a scapito dei lavoratori part-time, favorendo una stabilizzazione del monte salari che si è a sua volta riflessa su di una stabilizzazione dei consumi. Nei mesi estivi le indicazioni positive per le attività di investimento si sono ulteriormente rafforzate: in agosto, i nuovi ordini di macchinari sono saliti dell'8,2% su base congiunturale, portando ad una accelerazione della crescita tendenziale dal 10% al 13,4%.

Sul fronte inflazionistico, la strategia di politica monetaria a lungo perseguita dalla Banca Centrale sta sortendo finalmente degli effetti decisamente positivi. Anche se non va dimenticato che l'inflazione *core* continua a registrare tassi di variazione negativi, va infatti sottolineato come la Bank of Japan nell'ultimo rapporto mensile abbia esplicitamente menzionato la possibilità di arrivare a stabilizzare il livello generale dei prezzi entro la fine dell'anno giungendo persino a considerare la possibilità di ridurre i (generosi) target di liquidità, decisi nell'ormai lontano Marzo del 2000. In particolare, diversi membri della Banca Centrale hanno esplicitamente dichiarato che la fase ultra espansiva della politica monetaria giapponese giungerà al termine con la fine dell'anno fiscale 2005 (marzo 2006).

**L'economia europea.** Nel secondo trimestre la crescita del PIL all'interno dell'area Euro è risultata dello 0,3% rispetto al trimestre precedente, pari all'1,2% su base annualizzata, in rallentamento rispetto ai primi tre mesi dell'anno (1,5%). In seguito a tale dinamica, l'aumento tendenziale del reddito è calato all'1,1%, il valore più basso dalla fine del 2003. Complessivamente, nell'arco dell'ultimo anno, il

ritmo di fondo della crescita economica è rimasto su livelli modesti, oscillando tra un tasso minimo dello 0,7% annualizzato ed uno massimo dell'1,5%.

La scomposizione del dato sintetico rivela che il contributo principale alla crescita è stato offerto dalla domanda interna (0,4%), favorita da una ripresa degli investimenti fissi (+0,5% congiunturale) e da una variazione positiva delle scorte e della spesa pubblica (+0,4%), mentre l'incremento dei consumi è stato quasi nullo (+0,1% rispetto al trimestre precedente). La spesa per consumi quasi stagnante – che trova conferma nell'andamento altalenante conosciuto dalle vendite al dettaglio aumentate dell'0,8% nei mesi invernali e diminuite dell'0,2% nel secondo trimestre sul periodo precedente – continua ad essere la principale causa della modesta intensità della crescita europea. Negativo è anche risultato il contributo alla crescita fornito dalla domanda estera netta: importazioni ed esportazioni sono cresciute rispettivamente dell'1,8 e del 2,3%. La disaggregazione del dato di crescita tra le principali componenti della domanda nel secondo trimestre fornisce indicazioni opposte a quelle raggiunte nel corso del primo e conferma il timore che l'economia europea sia risultata sinora priva di *driver* strutturali capaci di imprimere una spinta costante al sistema. La disaggregazione geografica dei dati mostra la persistenza di un'elevata dispersione dei tassi di crescita. Tra le economie maggiori la Francia si conferma la più dinamica (+1,3% rispetto all'anno precedente, nonostante un modesto +0,1% nel secondo trimestre), la Germania cresce solamente dello 0,6%.

Nonostante ciò si stanno evidenziando segnali moderatamente positivi per il futuro più prossimo. La produzione industriale, al netto del comparto delle costruzioni, dovrebbe aver superato il punto di minimo ciclico toccato tra il



primo ed il secondo trimestre. Dopo aver ristagnato nei primi tre mesi dell'anno, l'attività produttiva è cresciuta in media dello 0,4% tra aprile e giugno; nel mese di luglio si è registrato un aumento dello 0,2% sul mese precedente. Il recupero è più evidente nel settore dei beni di investimento, maggiormente sensibile al ciclo. Il trend di aumento degli ordinativi visibile negli ultimi mesi è inoltre coerente con la graduale accelerazione degli investimenti produttivi, destinati all'ampliamento o al rinnovo della capacità produttiva esistente.

Le condizioni monetarie ancora accomodanti – con tassi di interesse reali e nominali al minimo storico – e la buona crescita degli utili societari generata dall'intensa opera di ristrutturazione aziendale avviata negli anni scorsi, hanno posto le basi per un'accelerazione delle spese in conto capitale nel comparto industriale. All'interno di questo comparto si stanno inoltre evidenziando segnali di risveglio che stanno interessando soprattutto il settore delle costruzioni, che continua ad avere un peso tutt'altro che trascurabile nell'economia dell'Unione Monetaria (con un peso del 17% della attività industriale complessiva dell'area, il 28% dell'occupazione totale nell'industria e assorbendo quasi la metà degli investimenti complessivi)<sup>6</sup>.

Nel complesso, i principali previsori sono orientati a ipotizzare una discreta accelerazione della crescita nella seconda parte dell'anno. Gli indicatori qualitativi, anticipatori del ciclo, per il periodo luglio-settembre segnalano un miglio-

ramento del clima di fiducia percepito dalle imprese, sia nel comparto manifatturiero che in quello dei servizi. L'indice PMI aggregato, ha segnato a settembre (ultimo sondaggio disponibile) il valore più alto dal mese di luglio 2004, confermando le aspettative di un'espansione. Le imprese riportano, in particolare, un incremento degli ordinativi, sia interni che dall'estero e segnalano un rafforzamento delle attese di produzione a fronte del ripristino del livello desiderato dei magazzini. Analogamente, valutando le dinamiche più recenti del commercio al dettaglio e degli acquisti di beni durevoli, ci si attende un contributo positivo dei consumi alla crescita nel terzo trimestre – nonostante che l'indicatore di fiducia dei consumatori elaborato dalla Commissione Europea rimanga stabile da mesi su valori piuttosto bassi, inferiori alla media di lungo periodo. L'apparente paradosso rappresentato dalle previsioni di consumi in crescita in presenza di fiducia scarsa può essere spiegato considerando anche quanto sta accadendo sul mercato del lavoro. Gli indicatori più recenti segnalano infatti un aumento delle attese di occupazione, cresciute nel secondo trimestre dello 0,2% sul periodo precedente, dopo essere aumentate dell'0,1% nei primi tre mesi dell'anno. Tuttavia, da un lato il miglioramento è troppo recente e graduale per poter essere percepito come permanente; dall'altro non andrebbe dimenticato il clima di incertezza generato dal forte rincaro del prezzo del petrolio che ha probabilmente provocato un indebolimento della relazione, tradizionalmente forte, tra andamento dell'occupazione e fiducia dei consumatori.

In realtà, come già accennato con riferimento all'economia USA, la dinamica dei costi e dei prezzi non ha ancora raggiunto livelli particolarmente preoccupanti. Nel secondo trimestre dell'anno, l'aumento del costo del

---

<sup>6</sup> L'aumento del clima di fiducia in questo comparto, l'incremento regolare del flusso degli ordinativi, l'aumento delle intenzioni delle imprese di assumere nuova manodopera segnalano l'elevata probabilità di una svolta ciclica, che potrebbe porre fine alla fase di tassi di crescita persistentemente negativi registrati dal settore negli scorsi anni. Si stima che l'andamento negativo delle costruzioni abbia tolto in media 0,5 punti di PIL negli ultimi dieci anni.

lavoro ha subito una flessione rispetto al periodo precedente ed il costo totale del lavoro orario è sceso dal 3% al 2,3% nel quadro di un mercato caratterizzato da una quantità ancora ingente di risorse inutilizzate. In prospettiva tale condizione dovrebbe contribuire a mantenere sotto controllo le dinamiche salariali e conseguentemente le pressioni inflazionistiche. Ciò nonostante, il potenziale inflazionistico complessivo del sistema appare in aumento: secondo la rilevazione di Eurostat, in settembre, l'inflazione armonizzata ha raggiunto il 2,6%, in aumento rispetto al livello registrato in agosto (+2,2%); la *core inflation* invece è rimasta ferma all'1,3%, a conferma del fatto che le pressioni fondamentali sui prezzi di origine interna rimangono ancora modeste.

Nella valutazione delle autorità monetarie europee, l'ascesa delle quotazioni petrolifere dovrebbe determinare un tasso di inflazione superiore al 2% nel breve termine, ma in discesa nel corso della seconda metà del 2006. Il rischio al rialzo sui prezzi è certamente aumentato negli ultimi mesi, anche perché la dinamica degli aggregati monetari e creditizi rimane tutt'altro che rassicurante (in agosto la crescita sui dodici mesi della massa monetaria ampia M3 si è ulteriormente accentuata, di pari passo con l'andamento dei prestiti concessi al settore privato). Nella riunione tenuta il 6 ottobre, la BCE ha deciso di lasciare invariato al 2% il tasso repo, giudicando ancora appropriato l'attuale orientamento di politica monetaria. La retorica dell'istituto monetario si è però palesemente inasprita, segnalando in modo più netto che in passato la necessità di operare una "forte vigilanza" al fine di mantenere ben ancorate le aspettative di inflazione, salvaguardando la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

**L'economia italiana.** Nel secondo trimestre la crescita del PIL è risultata dell'0,7% su base congiunturale. Tale risultato ha consentito di uscire dalla fase di "recessione tecnica" in cui l'economia italiana si trovava dopo le due consecutive variazioni negative manifestatesi tra l'ultimo trimestre 2004 ed il primo trimestre 2005, ma ha riportato il PIL su livelli solo marginalmente più alti di quelli registrati un anno prima (+0,1% su base tendenziale).

Dietro la dinamica positiva del PIL nel secondo trimestre vi è stato il contributo sia della domanda interna – sospinta sia dai consumi (+0,6%) che dagli investimenti (+1,5%) – che di quella estera, grazie alla maggior crescita delle esportazioni (+5,5%) rispetto alle importazioni (+4,8%). In particolare sta riprendendo vigore la domanda per investimenti che si accompagna alla riduzione del numero di imprese che giudicano eccessiva la capacità produttiva in loro possesso rispetto ai livelli di domanda attesi; i consumi stanno invece lentamente riprendendosi nonostante il deciso calo delle vendite al dettaglio (-0,7% su base annua, -0,2% su base congiunturale) registratosi nel mese di giugno. Sulla performance delle esportazioni nette invece continua a pesare la forte perdita di competitività che se misurata sulla base del tasso di cambio effettivo reale in termini di prezzo al consumo è pari al 6% rispetto all'avvio dell'Unione; ma diventa dell'11% se espressa in termini di costi del lavoro unitari e raggiunge addirittura il 21% se misurata in termini di salari unitari per il settore manifatturiero.

Notizie (moderatamente) buone provengono dalla produzione industriale. Nel mese di agosto l'indice complessivo è cresciuto del 5,9% su base tendenziale e dell'1,3% rispetto al mese precedente, dopo che in luglio si era registrato un incremento congiunturale dell'0,9%. Sempre in termini congiunturali sono state registrate



variazioni positive da pressoché tutti i settori industriali, con crescite significative raggiunte dal settore dei mezzi di trasporto (+22,3% l'indice perequato per il numero dei giorni lavorativi). Tuttavia, anche se la congiuntura più recente invita ad assumere un certo ottimismo non va dimenticato che la performance registrata nel corso dei primi 8 mesi dell'anno rimane ancora negativa: nel raffronto tra il periodo gennaio-agosto del 2005 e del 2004 la produzione industriale rimane ancora inferiore dell'1,3%, a conferma del fatto che non sono ancora del tutto recuperate le flessioni registrate – con la sola eccezione di aprile – nel corso dei primi 8 mesi dell'anno.

Per valutare se il dato di agosto costituisca un mero rimbalzo statistico oppure sia l'inizio di una nuova fase di crescita della produzione occorrerà dunque aspettare ulteriori indicazioni. Nel frattempo è utile ricordare che l'indicatore elettrico – anticipatore della produzione industriale – ha registrato una flessione dell'0,8% nel mese di settembre, l'indice di produzione calcolato nell'indagine rapida Confindustria ha registrato nello stesso mese un calo dello 0,2% rispetto ad agosto, mentre le ultime notizie riguardanti l'indice di fiducia delle imprese mostrano la presenza di tendenze positive determinate dal buono andamento degli ordinativi, sia interni che esteri. Secondo diversi analisti durante il terzo trimestre si dovrebbe produrre un incremento di PIL su base congiunturale dell'0,5% che – assumendo un quarto trimestre quasi completamente piatto – potrebbe portare la crescita media annua allo 0,2%.

## 2. Tassi e aggregati monetari in Europa

I mercati monetari e finanziari in Europa continuano ad essere caratterizzati da tassi stabili e da aggregati monetari e creditizi in crescita elevata. Sono aumentati, rispetto a giugno, le probabilità di un aumento dei tassi di *policy*.

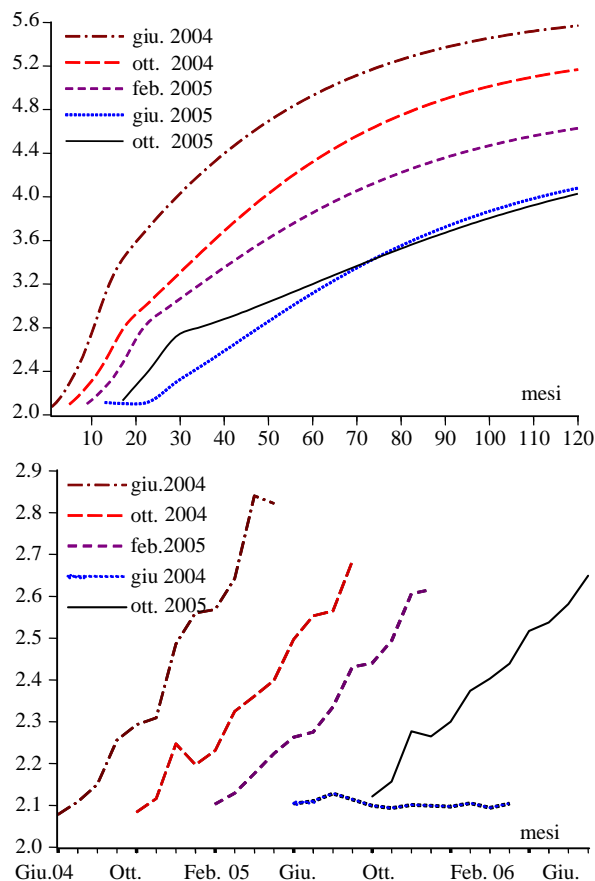
### **Le aspettative del mercato e le dichiarazioni ufficiali.**

Durante il mese di ottobre le aspettative del mercato sull'evoluzione dei tassi a breve nei prossimi mesi si sono profondamente modificate. La curva dei tassi impliciti mensili, costruita in base ai rendimenti per scadenza dell'Euribor e degli *swaps*, si è infatti inclinata verso l'alto nella sua parte iniziale (FIG. 1.1). Nonostante dal giugno dello scorso anno i tassi mensili fossero rimasti stabili, fino ai primi mesi di quest'anno le previsioni degli operatori erano di un graduale rialzo dei rendimenti a breve. Tali aspettative erano però mutate nel giugno di quest'anno, quando la curva dei tassi impliciti era diventata perfettamente piatta e, infine, nella seconda metà del mese, si erano innestate aspettative di ribassi. A ottobre, però, le aspettative sono tornate di nuovo al rialzo.

La parte di destra del primo grafico della FIG. 1.1, che formalmente dovrebbe essere relativa alle aspettative di più lungo periodo, è rimasta invece ferma ai valori dello scorso giugno. Questa componente della curva è però sensibile anche alle aspettative di lungo periodo sull'inflazione, alla crescita economica presente e attesa, all'andamento dei tassi americani e al premio al rischio e di liquidità per gli investimenti a lungo termine. Poiché nel periodo considerato sia l'inflazione attesa che i tassi americani non hanno subito variazioni di rilievo, lo spostamento verso il basso della parte di destra della curva dei tassi impliciti va esclusivamente ricondotta ai rimanenti fattori,

che, al momento, presentano valori eccezionalmente bassi: un ulteriore spostamento all'ingiù della parte destra della curva dei tassi impliciti è quindi impossibile.

**FIG. 1.1: Tassi impliciti mensili**



Fonte: *Il Sole 24Ore*, dati di metà mese e nostre elaborazioni.

L'evoluzione giornaliera delle aspettative a breve è riportata nella FIG. 1.2. Il grafico mostra l'andamento dell'Euribor mensile e delle sue aspettative a 1-2, 2-3 e 5-6 mesi (calcolate in base all'andamento dei tassi impliciti meno un "premio di liquidità").

La svolta al rialzo, confermata anche dal rendimento dei *futures* e dei FRA (TAB. 1.2), è avvenuta alla fine di settembre e, specialmente nel caso delle aspettative a 5-6 mesi sull'Euribor mensile, vi è stato un ulteriore significativo

rialzo *dopo* la riunione del Consiglio Direttivo del 6 ottobre e la conferenza stampa pomeridiana del Presidente (FIG. 1.2).

**TAB. 1.2: Futures sull'Euribor a 3 mesi, tasso implicito dell'Euribor e FRA**

data	Futures		Tasso implicito Euribor	FRA
	EUREX	LIFFE		
14 ott. 2005	-	-	2,19	-
14 dic. 2005	2,28	2,26	2,28	2,31
14 mar 2006	2,41	2,37	2,41	2,43
14 giu. 2006	2,54	2,51	2,55	2,56

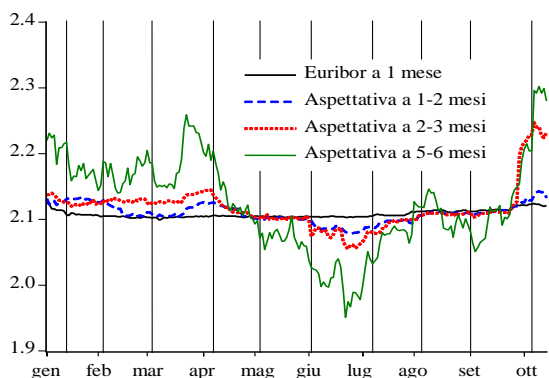
Fonte: *Il Sole 24 ore* del 14-10-2005 e nostre elaborazioni. Il rendimento dei *futures* è dato da 100 meno il prezzo di quotazione.

In effetti, sia la parte introduttiva della conferenza stampa, sia il tenore delle risposte date da Trichet ai suoi intervistatori, sono state interpretate come il segnale di un aumento del rischio inflazionistico "percepito" dalla BCE. Alcune espressioni chiave che fino al mese prima figuravano nel messaggio del Presidente, e che da tempo venivano riprese pressoché inalterate in tutte le conferenze stampa, sono state infatti modificate. Se nella conferenza stampa di ottobre è stato riaffermato ancora una volta che la "forza" della politica monetaria resta *appropriata* e che le spinte inflazionistiche interne sono ancora *contenute*, questa volta però il Presidente ha voluto anche sottolineare che i rischi per la stabilità dei prezzi sono *aumentati* e sono *significativi*: da qui la necessità, per la BCE, di una *forte vigilanza* (in precedenza si era parlato di "particolare" vigilanza).

Questi rischi, ha sottolineato Trichet, derivano soprattutto dall'aumento dei prezzi del petrolio (che ha anche però un effetto depressivo sull'economia) e dall'eccessiva liquidità del sistema, cui si aggiunge il pericolo che l'attuale crescita dell'inflazione (2,5% annuo a settembre) possa modificare le aspettative a medio-lungo termine degli operatori che – tramite aumenti salariali – avrebbero un effetto negativo

sull'inflazione di medio-lungo periodo (*second-round effect*).

**FIG. 1.2: L'evoluzione delle aspettative sull'andamento dell'Euribor a 1 mese**



Fonte: Euribor, [http://www.euribor.org/html/content/euribor\\_data.html](http://www.euribor.org/html/content/euribor_data.html) e nostre elaborazioni; (le linee verticali corrispondono ai giorni delle riunioni del Consiglio Direttivo).

Rispondendo poi ad alcune domande, Trichet, pur riconfermando che i rischi inflazionistici stanno aumentando, ha voluto chiarire che le sue parole non costituivano una “promessa” di aumento del Repo. Al momento, infatti, il livello del tasso ufficiale è ancora “appropriato”, ma la BCE è pronta ad aumentarlo appena si renderà necessario. Secondo Trichet, la cosa importante è che il mercato sappia che la BCE non permetterà che si materializzino effetti di “secondo impatto” via salari o altro.

### Le “proiezioni” della BCE e i principali indicatori economici.

Le ultime “proiezioni” degli esperti della BCE sono coerenti col contenuto della conferenza stampa del 6 ottobre scorso (TAB. 1.3). Nonostante il valore “puntuale” dell’ultima proiezione sull’inflazione per il 2005 (2,2%) sia fuori linea con l’obiettivo della BCE, quello per il 2006 appare ancora in linea con la stabilità dei prezzi (un’inflazione inferiore ma vicina al 2%). Il dato, però, è andato progressivamente

peggiorando e, inoltre, il suo valore è molto incerto ( $\pm 0,5$  punti): un futuro intervento correttivo da parte della Banca Centrale sta diventando sempre più possibile.

**TAB. 1.3: Proiezioni della BCE su inflazione e crescita del PIL**

	Data previs.	2004	2005	2006
Inflazione	Giu.04	2,1 $\pm$ 0,2	2,7 $\pm$ 0,6	-
	Set.04	2,2 $\pm$ 0,1	1,8 $\pm$ 0,5	-
	Dic.04	2,2 $\pm$ 0,1	2,0 $\pm$ 0,5	1,6 $\pm$ 0,6
	Mar.05	2,1	1,9 $\pm$ 0,3	1,6 $\pm$ 0,6
	Giu.05	2,1	2,0 $\pm$ 0,2	1,5 $\pm$ 0,6
	Set. 05	2,1	2,2 $\pm$ 0,1	1,9 $\pm$ 0,5
PIL	Giu.04	1,7 $\pm$ 0,3	2,2 $\pm$ 0,5	-
	Set. 04	1,9 $\pm$ 0,3	2,3 $\pm$ 0,5	-
	Dic.04	1,8 $\pm$ 0,2	1,9 $\pm$ 0,5	2,2 $\pm$ 0,5
	Mar.05	1,8	1,6 $\pm$ 0,4	2,1 $\pm$ 0,5
	Giu.05	1,8	1,4 $\pm$ 0,3	2,0 $\pm$ 0,5
	Set. 05	1,8	1,3 $\pm$ 0,3	1,8 $\pm$ 0,5

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

A differenza delle proiezioni dell’inflazione che sono state riviste verso l’alto, quelle sulla crescita economica sono state continuamente riviste verso il basso. Ciò contribuisce a spiegare la cautela della BCE nell’aumentare i tassi: di fronte a un’inflazione attesa per il 2006 che, tutto sommato, potrebbe ancora essere in linea con la definizione di stabilità dei prezzi, e di un settore reale che cresce meno del previsto, il Consiglio Direttivo ha preferito adottare una posizione “attendista” nonostante i rischi inflazionistici siano in aumento.

L’insieme dei principali indicatori economici (TAB. 1.4) conferma quanto sostenuto in precedenza: gli elementi inflazionistici (crescita dei prezzi al consumo e del prezzo del petrolio, andamento del cambio, etc.) sono in progressivo peggioramento, nonostante le aspettative siano ancora soddisfacenti. D’altra parte il settore reale cresce poco: la crescita economica (produzione e PIL) resta bassa, e anche gli indici “anticipatori” (indice del clima economico, Eurocoin e Euro-

growth) e le aspettative per i prossimi due anni non sono ancora soddisfacenti.

**TAB. 1.4: I principali indicatori economici**

Indicatori	feb. 2005	giu. 2005	ott. 2005
Repo	2,0	2,0	2,0
Inflazione	1,9	2,0	2,5
Repo – inflazione (tasso reale)	0,1	0,0	-0,5
$\Delta\%$ pr. beni industr. (non energ.)	0,8	0,3	0,0
cambio \$/€	1,30	1,23	1,20
Prezzo petrolio (in euro)	33,6	39,4	52,2
(crescita %)	39,7	27,5	49,1
$\Delta\%$ prod. industriale destag.	0,2	-0,1	0,6
$\Delta\%$ prod.manifatturiera	-0,3	-0,5	-0,1
$\Delta\%$ PIL	1,8	1,3	1,1
Indice clima economico	98,8	96,1	100,1
Eurocoin	0,37	0,36	0,39
Eurogrowth	1,61	1,09	1,43
SPF prev. inflaz.: tra 1 anno	1,7	1,8	1,7
SPF prev. inflaz.: tra 2 anni	1,8	1,8	1,8
SPF prev. PIL: tra 1 anno	1,9	1,8	1,6
SPF prev. PIL: tra 2 anni	2,2	2,0	2,0

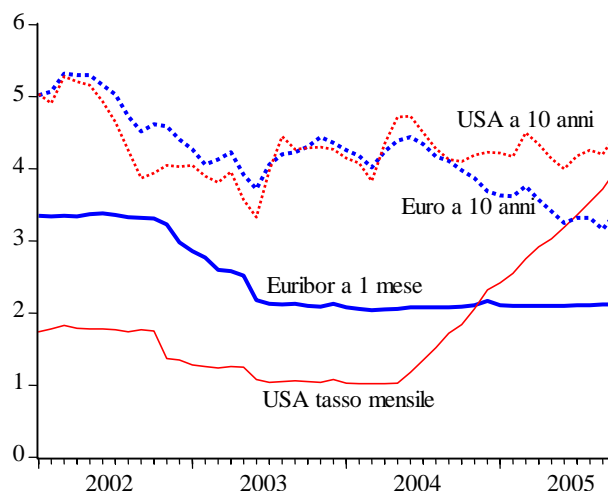
Fonte: BCE, Survey of Professional Forecasters (SPF), Eurocoin, Eurogrowth. Nota: i dati riportati nella tabella si riferiscono agli ultimi valori disponibili al momento della riunione del Consiglio Direttivo relativo ai mesi indicati.

Va comunque tenuto presente che l'attuale livello del Repo (2%) comporta un tasso reale inferiore al suo valore di equilibrio di medio-lungo periodo. A parte il fatto che ad ottobre è negativo (-0,5%), anche considerando un'inflazione coerente con l'obiettivo della BCE (qualcosa sotto il 2%) il suo valore risulterebbe vicino allo zero, e quindi troppo basso. L'attuale livello del Repo non può quindi durare a lungo. Inoltre, la crescita dei prezzi dei "beni industriali non energetici" è ancora nulla, ma anche questo non può durare in eterno, stante l'aumento dei costi dell'energia e delle materie prime, prima o poi tenderanno a risalire con un effetto inflazionistico che potrebbe essere compensato solo da una riduzione del prezzo del petrolio.

### I tassi di mercato Europa-USA.

Nei primi 10 mesi di quest'anno i rendimenti dei titoli di Stato decennali americani hanno oscillato lungo un trend pressoché orizzontale (FIG. 1.3). Solo di recente si è manifestato il tanto atteso rialzo, che ha portato (in data 13 ottobre 2005) il rendimento dei titoli decennali USA al 4,48%, contro il 4,14% di un mese prima. Questo valore è però ancora inferiore al massimo dell'anno (4,64 il 28 marzo 2005).

**FIG. 1.3: Tassi nella zona-Euro e negli USA**

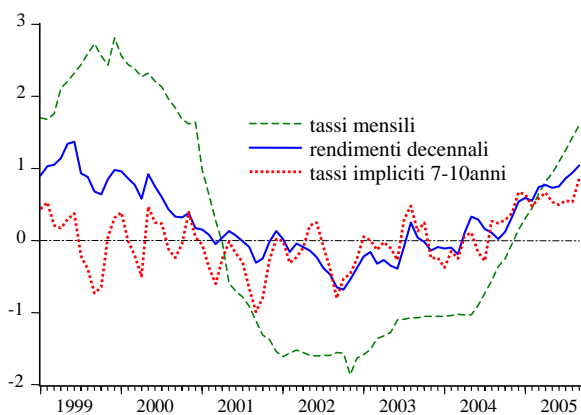


Fonte: BCE e FED. il dato di ottobre si riferisce al giorno 13.

Il rendimento dei decennali europei ha seguito le stesse oscillazioni di quelli americani, ma lungo un trend decrescente. Solo nell'ultimo mese, in sintonia con la crescita dei rendimenti USA, anche i rendimenti europei hanno subito un rialzo, pur se più contenuto di quello americano (dal 3,09 di metà settembre al 3,29 a metà). Il differenziale tra i decennali americani ed europei si è così progressivamente allargato in corso d'anno e ha ormai raggiunto 1,35 punti (FIG. 1.4).

Il differenziale fra i tassi a breve della zona-Euro e quelli americani, ha ricalcato quello dei rispettivi tassi ufficiali – fermi in Europa e in continua crescita negli USA –, e ha superato 1,50 punti.

**FIG. 1.4: Il differenziale fra i tassi della zona-Euro e degli USA**



Fonte: BCE e FED e nostre elaborazioni.

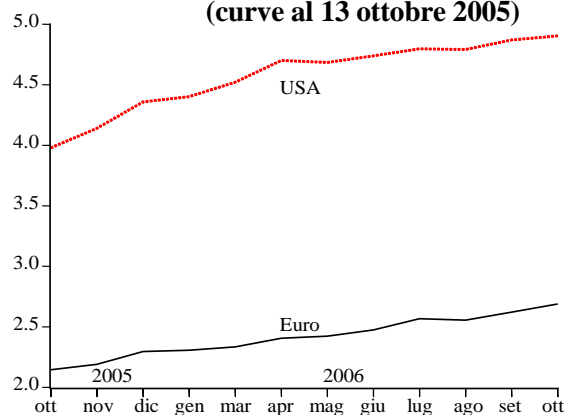
La FIG. 1.4, che riporta il differenziale tra i rendimenti americani ed europei mensili e decennali, e il differenziale dei rispettivi tassi impliciti a 7-10, anni mostra che, dal 1999 in avanti, il differenziale tra i tassi impliciti delle due aree economiche ha solo parzialmente seguito quello dei tassi ufficiali e che solo nel 2005 è sempre rimasto positivo. Questo differenziale è quindi poco sensibile alle operazioni delle due rispettive banche centrali e segue una sua tendenza molto regolare e quasi orizzontale. Ne deriva che anche il differenziale fra i tassi decennali USA e della zona-Euro, i quali sono una sorta di media ponderata dei tassi del mercato monetario e del tasso implicito a 7-10 anni, presenta delle oscillazioni di medio periodo non molto accentuate. Esse, comunque, normalmente ricalcano, su scale ridotta, le oscillazioni del differenziale dei tassi a breve e dei tassi di *policy* delle due aree, a loro volta collegati alle diverse prospettive sull'inflazione e la crescita.

Una componente importante del differenziale tra i tassi decennali è quindi il differenziale dei tassi a breve e, a questo proposito, si può far riferimento alla FIG. 1.5 che riporta le aspet-

tative del mercato misurate mediante i tassi impliciti mensili delle due aree economiche.

Dalla figura emerge che in entrambe le zone geografiche i tassi sono previsti in salita: soprattutto all'inizio, però, più negli USA che nella zona-Euro, così che il differenziale dovrebbe ulteriormente allargarsi per poi stabilizzarsi dopo la prima parte del 2006.

**FIG. 1.5: Tassi impliciti Euro e USA a 1 mese (curve al 13 ottobre 2005)**



Fonte: *Il Sole 24Ore* e nostre elaborazioni

Più complicato è stabilire il profilo dei tassi a lunga. In ogni caso, negli Stati Uniti, una loro significativa discesa è improbabile, e la maggioranza delle previsioni di un campione di esperti che hanno di recente pubblicato le loro stime prevede un rialzo del decennale (TAB. 1.5), per lo meno fino a metà del prossimo anno.<sup>7</sup> Le varie previsioni sono comunque molto discordanti fra loro, segno questo dell'attuale incertezza esistente nel comparto del lungo termine negli USA. I tassi europei dovrebbero seguire un andamento simile, ma il loro livello rimarrà sotto quello dei titoli americani.

<sup>7</sup> Per motivi di riservatezza non è indicata la fonte. Si tratta comunque delle previsioni degli istituti che sono emersi tra le prime 50 voci di un motore di ricerca su internet quando sono state introdotte le parole chiave "interest rates forecast september OR october 2005".

**TAB. 1.5: Previsioni sul tasso decennale USA**  
(campione di istituti, sett.-ott. 2005)

data previsione	valore al momento della previsione	2005	2006		
		IV	I	II	III
8 set	4,12	3,90	4,25	-	5,00
22 set	4,58	4,90	5,00	5,10	-
27 set	4,19	4,60	4,75	4,75	4,60
3 ott	4,32	4,50	4,89	5,00	-
8 ott	4,37	4,05	4,05	4,05	4,00
14 ott	4,49	4,32	4,17	-	-

Fonte: Ricerca su internet, vari siti. Valori di fine trimestre.

### I tassi *corporate*.

Nel corso degli ultimi mesi, sia negli USA che nella zona-Euro, il differenziale tra il rendimento dei *corporate bonds* e quello dei titoli governativi ha subito delle variazioni molto contenute, anche se tuttora prevalentemente di segno negativo (TAB. 1.6 per i dati europei). Si conferma pertanto l'opinione che si sia ormai arrestata quella tendenza al restringimento degli *spread* che aveva caratterizzato gli ultimi anni.

Gli *spread* hanno infatti raggiunto un minimo storico e lo stesso parziale raffreddamento della congiuntura statunitense – dopo la decisa crescita rilevata nel 2004 (+4,4%) – riduce le prospettive di medio periodo di un miglioramento del merito di credito delle aziende e, conseguentemente, le opportunità di ulteriori aumenti di prezzo delle obbligazioni *corporate*.

A questo si aggiunge l'effetto delle attese di nuove strette di 25 punti base in occasione dei prossimi FOMC in ragione del possibile aumento delle pressioni inflazionistiche. Lo stesso vale anche per la zona-Euro, ed infatti nelle ultime settimane le obbligazioni governative hanno registrato un aumento dei rendimenti. I *benchmarks* decennali di Germania e Stati Uniti hanno rispettivamente visto un aumento dell'*yield* dal 3,0% al 3,3% e dal 4,0% al 4,5%.

In un'ottica prospettica, la moderazione del saggio di crescita negli U.S.A., le pressioni di breve termine sull'inflazione, nonché le attese di

aumento dei tassi d'interesse da parte della Fed acquisiscono le preoccupazioni sul fronte dei *corporate bonds*.

Non solo gli *spread* sembrano destinati a non restringersi oltre in misura significativa, ma esistono considerevoli rischi di un'inversione di tendenza.

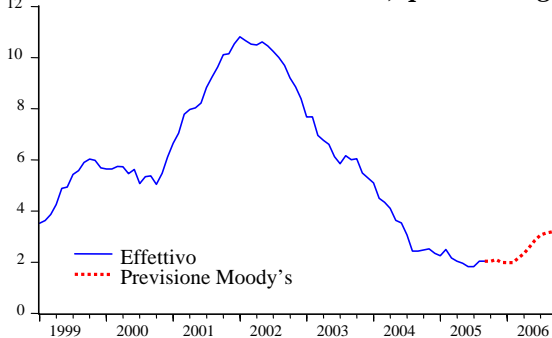
Va sottolineato, a questo proposito, che per gli investitori il punto di riferimento rimane sempre il mercato statunitense dal quale in settembre sono giunte notizie negative. Le statistiche diffuse da Moody's hanno rivelato un incremento del numero dei *default* (da 4 a 5) e soprattutto del controvalore delle emissioni coinvolte (da 1 miliardo a 12,6 miliardi di dollari), con particolare riferimento alle insolvenze di Delta Airlines, Northwest Airlines e Charter Communications.

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

Rating	Modified Duration	Spread al 11-10-05	Variazione Spread (pb)			
			1 mese	3 mesi	6 mesi	12 mesi
AAA	2,3	7	0	-2	-1	-1
AA	2,3	15	1	-1	1	1
A	2,2	26	-2	-5	0	-5
BBB	2,3	38	-4	-12	-35	-20
AAA	5,0	7	1	0	-1	-4
AA	5,1	12	0	-1	0	-3
A	5,0	30	-1	-4	-3	-5
BBB	4,9	65	0	-5	-16	0
AAA	10,7	16	0	-0	2	0
AA	11,0	29	2	1	-1	-2
A	10,8	63	2	5	12	6
BBB	11,4	82	-3	-6	-38	-45

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.

**FIG. 1.6: Grado di insolvenza, speculative grade**



Fonte: Moody's; medie mobili 12 mesi, valori %.

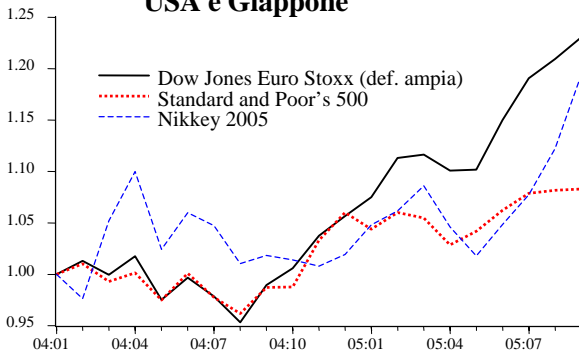
In settembre si è così registrato un deciso aumento del tasso di *default* dei titoli speculativi (dal 2,01% al 3,94% a livello globale e dal 2,09% al 4,28% per quanto attiene gli USA).

Uno scenario poco confortante attiene anche le aspettative di Moody's, che prevede nei prossimi mesi un aumento del *default rate* (*issuer weight*) dal 2,04% al 3,18% (FIG. 1.6). Sta inoltre rallentando la fase positiva della revisione qualitativa dei giudizi di merito

Nel breve termine le nuove emissioni di *corporate bonds* in programma sul mercato primario sono comunque in numero abbastanza limitato.

Esistono però dei rischi legati ad alcuni segnali di ripresa di operazioni di fusione e acquisizione, le quali tradizionalmente aumentano le necessità di finanziamento da parte delle imprese che si traducono in un deterioramento del merito di credito.

**FIG. 1.7: Le quotazioni azionarie in Europa, USA e Giappone**



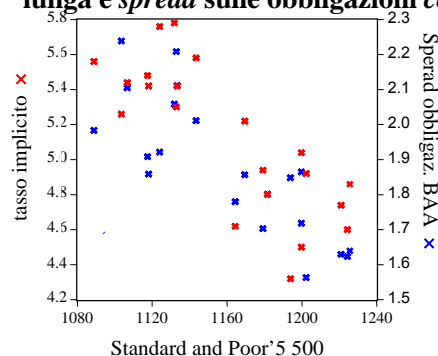
Fonte: BCE, periodo gennaio 2004-settembre 2005.

**I prezzi delle azioni e il cambio.**

Durante gli ultimi mesi è continuata la crescita degli indici azionari in Europa e in Giappone. I prezzi delle azioni americane hanno invece presentato nel corso del 2005 un trend relativamente orizzontale (FIG. 1.7), anche se, come sempre, le sue le principali oscillazioni sono avvenute in sintonia con quelle del mercato europeo.

Quest'andamento positivo delle quotazioni della zona-Euro può essere ricondotto agli utili delle imprese che, nonostante l'aumento del prezzo del petrolio, rimangono elevati anche nel caso dei settori non energetici. L'andamento meno positivo della borsa americana è in parte riconducibile al fatto che i corsi erano già saliti lo scorso anno, sono aumentati i tassi americani e il dollaro si è rafforzato. Va inoltre ricordato che il processo di riduzione del rischio degli investimenti nelle imprese americane si è ormai arrestato come si è visto dai dati sull'andamento dello *spread* delle obbligazioni *corporate*. In effetti, per quanto riguarda la borsa americana, si è instaurato a partire dal 2004 un significativo legame inverso tra le quotazioni azionarie, il premio di rendimento sulle obbligazioni *corporate* e la componente a più lunga scadenza del rendimento del reddito fisso, misurato dal tasso implicito a 7-10 anni (FIG. 1.8).

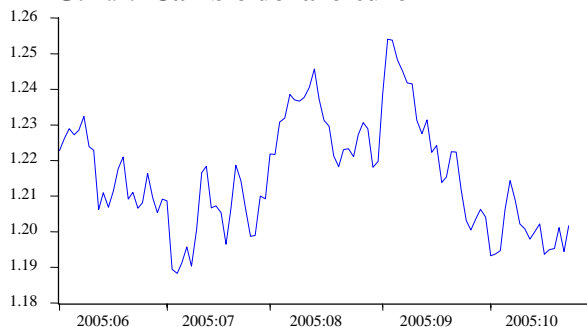
**FIG. 1.8: Quotazioni azionarie, rendimenti a lunga e spread sulle obbligazioni corporate**



Fonte: Dati USA; nostre elaborazioni su dati FED, periodo gen.2004 – ott. 2005.

Il cambio dollaro/euro che ad agosto era salito oltre il livello di 1,25 è poi ridisceso a settembre e ormai oscilla attorno a valori vicini a 1,20 (FIG. 1.9). La Banca Centrale Europea, nel suo ultimo Bollettino mensile, pone in relazione questa relativa debolezza dell'euro col differenziale d'interesse, ormai nettamente in favore del dollaro e con un significativo afflusso di investimenti di portafogli dal resto del mondo verso gli Stati Uniti. In ogni caso, però, anche il cambio effettivo nominale dell'euro rispetto alla media di tutte le altre valute si è ridimensionato negli ultimi mesi, e ciò dovrebbe avere qualche influenza positiva sulle nostre esportazioni.

**FIG. 1.9: Cambio dollaro-euro**

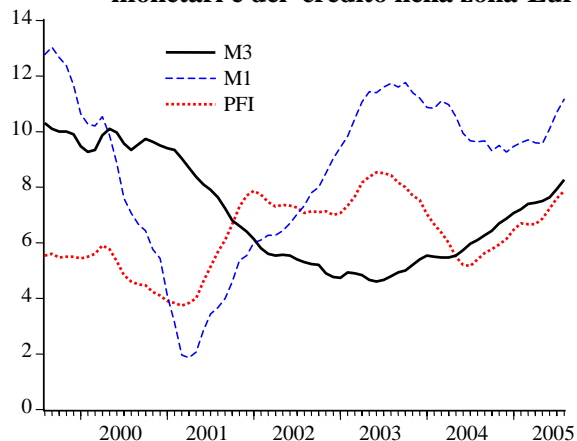


Fonte: BCE gen.2004 – ott. 2005.

**Gli aggregati monetari e creditizi.**

Negli ultimi mesi il tasso di crescita della moneta M3 è ancora aumentato (FIG. 1.10). Ad agosto ha infatti raggiunto l'8,1%, ben al di sopra di quello che una volta era considerato il "valore di riferimento" compatibile con la stabilità dei prezzi (4,5%). La parte più liquida della moneta, la M1, cresce a un ritmo ancora superiore (11,5%): le sue due componenti, il circolante e i depositi a vista, ad agosto crescevano rispettivamente al 15,6 e 10,8%. Anche il credito ai residenti dell'area-Euro si sta sviluppando a un ritmo accentuato e crescente; in particolare, i prestiti al settore privato ad agosto crescevano all'8,5% annuo.

**FIG. 1.10: Crescita annua degli aggregati monetari e del credito nella zona-Euro**



Fonte: BCE; medie mobili trimestrali.

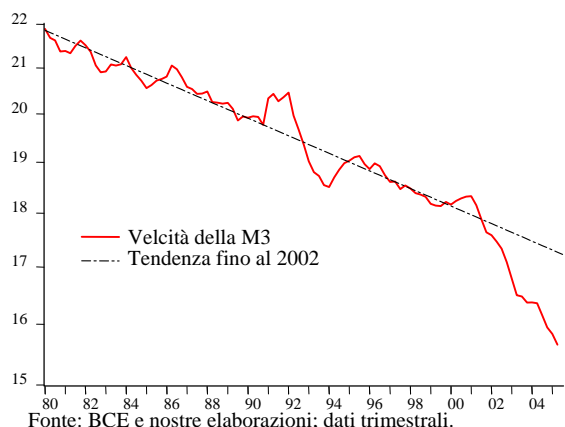
La Banca Centrale Europea si è più volte dichiarata preoccupata per questo ritmo di crescita degli aggregati. La velocità della moneta, misurata dal rapporto PIL/M3, ha ormai raggiunto livelli molto bassi (FIG. 1.11), nettamente inferiori al suo trend precedente. Una misura della liquidità del sistema, la distanza fra il trend e la velocità della moneta, suggerisce che la liquidità accumulata in questi ultimi anni è effettivamente molto elevata rispetto al suo fabbisogno "normale". Questa forte crescita delle attività liquide è in gran parte riconducibile ai bassi tassi d'interesse e alla riluttanza dei risparmiatori ad investire in attività più rischiose e a lungo termine, ed è quindi un fenomeno *di domanda*. Al momento, quindi, il mercato della moneta risulta *ancora* in equilibrio; resta però il *pericolo potenziale* che, in futuro, una parte significativa di quest'ampia liquidità possa trasformarsi in flussi di spesa qualora si rafforzino la fiducia dei consumatori e la crescita economica.

Dal lato del credito, anch'esso in forte crescita, continuano ad aumentare le erogazioni alle famiglie per i mutui sugli immobili (10,7% annuo ad agosto). Anche i prestiti alle imprese non finanziarie sono però in crescita (6,7%),



specialmente nel comparto a più lunga scadenza (oltre i 5 anni) che nella zona-Euro è pari al 52,7% del totale del credito alle imprese. Questa componente ad agosto cresceva infatti dell'8,2% in ragione annua.

**FIG. 1.11: La velocità di circolazione della moneta**



### 3. Aggregati e tassi bancari in Italia

Continua in Italia la crescita della raccolta e degli impieghi bancari in presenza di stabilità di tassi.

**La raccolta.** Anche il secondo quadrimestre del 2005 si è contraddistinto per la crescita sostenuta della raccolta bancaria diretta, che ha raggiunto il suo apice nel mese di luglio (tasso di variazione annuo pari a 9,2%, TAB 1.7). La componente che ha mostrato il maggiore dinamismo è quella dei pronti contro termine che a fine agosto crescevano a un tasso prossimo al 20%. Il rinnovato interesse per questo strumento, che peraltro rappresenta poco più del 10% del totale dei depositi, si spiega con la preferenza dei risparmiatori per la liquidità associata alla ricerca di rendimenti superiori a quelli garantiti dai depositi a vista. Nonostante questi ultimi offrano rendimenti molto contenuti, spesso prossimi allo zero, il basso costo opportunità della liquidità fa comunque sì che

questi strumenti continuano a crescere a ritmi elevati (+7% a agosto). Si mantengono su tassi di crescita elevati anche le obbligazioni (+10,5% a fine agosto) e ciò appare giustificato dai buoni livelli di rendimento offerti da questi strumenti. L'allungamento delle scadenze dell'attivo bancario – indotto dall'incessante crescita dei mutui ipotecari – impone infatti alle banche di mantenere consistente la quota di raccolta “stabile” al fine di contenere i rischi derivanti dal *mismatching* delle scadenze.

Diversamente da quanto ipotizzato al termine del primo trimestre del 2005 – quando si erano rilevati timidi segnali di ripresa della raccolta indiretta – nel periodo estivo questo aggregato ha mostrato una sostanziale stabilità. Sembra in effetti essersi arrestata la forte contrazione del risparmio gestito che aveva contraddistinto l'intero 2004; tuttavia né questa componente della raccolta indiretta, né quella relativa al risparmio amministrato, suggeriscono un ritorno della preferenza dei risparmiatori per queste forme di investimento che, rispetto ai depositi bancari, presentano spesso minore liquidità e maggiori rischi, attualmente controbilanciati da un premio tutto sommato molto contenuto.

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

	2005			
	mag	giu	lug	ago
Depositi	7,0	7,0	7,9	7,4
di cui:				
- a vista	7,5	7,0	7,1	7,0
- con durata prestabil.	-4,0	-3,8	-0,7	-1,7
- rimborsabili c/preav.	4,5	4,7	4,4	4,0
- pronti c/termine	12,8	16,7	23,6	19,7
Obbligazioni	10,6	12,4	11,5	10,5
Raccolta diretta totale	8,4	9,0	9,2	8,6
Raccolta indiretta totale	-0,6	0,3	-0,2	-
di cui:				
- raccolta gestita	-3,4	-1,9	0,1	-

Fonte: Banca d'Italia.

**Gli impieghi e le sofferenze.** I segnali di ripresa della crescita degli impieghi delle banche italiane rilevati nel primo quadrimestre del 2005 trovano riscontro nei dati relativi ai mesi estivi, che mostrano un continuo aumento di questo aggregato (+8,4% a fine agosto, TAB. 1.8). Si continua peraltro a rilevare un andamento contrapposto della componente a breve rispetto a quella a medio/lungo termine. La crescita degli impieghi a breve si mantiene infatti ancora negativa (-0,9% ad agosto, a differenza della media europea che era del +4% circa a luglio) mentre quella degli impieghi a lunga si attesta su valori prossimi al 15%. Il conseguente allungamento della durata del portafoglio prestiti delle banche italiane è dovuto in primo luogo al persistere di una consistente domanda di mutui ipotecari da parte delle famiglie (+18,5% a fine agosto), alla quale si affianca un altrettanto consistente domanda da parte delle imprese di prestiti a medio/lungo termine (+10,9% ad agosto). Il persistere di bassi tassi di interesse, da un lato, e la vivacità del mercato immobiliare, dall'altro, inducono infatti le famiglie a preferire l'investimento immobiliare rispetto a forme

alternative (segnatamente, gli strumenti finanziari). A queste considerazioni si aggiunge il fatto che la propensione all'indebitamento delle famiglie italiane si sta progressivamente allineando a quella tradizionalmente più elevate riscontrata nei paesi dell'Europa continentale, come sembra dimostrare anche il continuo aumento del credito al consumo (+16,5% ad agosto).

Con riferimento alle imprese, si segnala il divergente comportamento della domanda di credito da parte delle imprese industriali, che si mantiene ancora piuttosto contenuto, rispetto a quelle di servizi e del settore dell'edilizia che viceversa risulta piuttosto dinamico.

Un dato positivo concerne la qualità del portafoglio prestiti, espressa dall'andamento delle sofferenze, che crescono a tassi sempre più bassi (+2,2% a fine quadrimestre le sofferenze totali) sia con riferimento al settore famiglie, sia a quello delle imprese (rispettivamente +2,4% e +3,1% a fine luglio). Anche l'incidenza delle sofferenze lorde sul totale degli impieghi risulta in diminuzione (-4,5% a fine luglio).

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

	2005			
	mag	giu	lug	ago
Impieghi totali	8,1	8,4	8,4	8,4
<i>di cui:</i>				
- a breve	-1,0	-0,3	-0,2	-0,9
- a medio/lungo	14,4	14,4	14,4	14,7
Sofferenze lorde	2,8	2,2	2,5	-
Impieghi a società	6,3	6,4	6,7	6,8
<i>di cui:</i>				
- con scadenza < 1 a.	2,3	1,9	2,0	1,4
- con scadenza > 1 a.	9,5	10,0	10,4	10,9
- sofferenze	2,3	2,6	3,1	-
Prestiti a famiglie	13,1	13,5	13,2	13,3
<i>di cui:</i>				
- credito al consumo	15,9	17,1	16,3	16,5
- acquisto abitazione	18,3	18,7	18,4	18,5
- sofferenze	4,8	2,4	2,4	-

Fonte: Banca d'Italia.

**I titoli in portafoglio.** A partire dal mese di giugno il portafoglio titoli delle banche italiane mostra nuovamente tassi di variazione positivi (TAB. 1.9). La crescita di questo aggregato è dovuta quasi esclusivamente alla sottoscrizione di titoli diversi da quelli di Stato, per i quali si arresta tuttavia la contrazione che perdurava ormai da oltre 4 anni.

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

	2005			
	apr	mag	giu	lug
Portafoglio titoli totale	-0,4	0,4	4,0	8,2
<i>di cui:</i>				
- Titoli di Stato	-5,4	-4,5	-2,8	2,3
- altri titoli	7,2	7,9	14,4	16,8

Fonte: Banca d'Italia.

**I tassi bancari.** Nel corso del periodo maggio-agosto 2005 non si sono osservate apprezzabili variazioni dei tassi bancari (FIG. 1.12). Il già basso livello che questi avevano raggiunto nei primi mesi dell'anno unitamente all'assenza di decisi segnali di rialzo dei tassi di mercato hanno infatti contribuito a mantenere invariata la situazione sia sul fronte degli impieghi sia su quella dei depositi. Al più si rileva un'infinitesimale contrazione del tasso sulle nuove erogazioni di mutui alle famiglie, segmento in cui la concorrenza di prezzo tra le banche è molto accesa.

Da tali andamenti deriva una ulteriore contrazione dei differenziali tra tassi bancari a breve termine e tassi di mercato: il *mark-up* passa infatti da 3,28 di fine aprile a 3,12 di fine agosto, mentre il *mark-down* scende da 1,26 a 1,23. Nello stesso periodo si osserva un riduzione dello *spread* da 4,54 a 4,35.

I dati provvisori del mese di agosto segnalano però che, in questo mese, la maggior parte dei tassi bancari ha subito un lieve rialzo. Il lungo periodo di riduzione generalizzata dei tassi bancari sembrerebbe ormai definitivamente concluso.

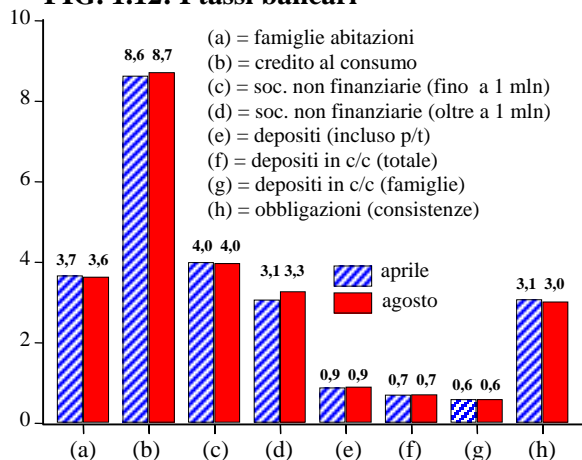
**I tassi bancari in Italia e in Europa: un confronto.** Le banche centrali della zona-Euro forniscono ormai da diversi mesi alla BCE le serie dei tassi bancari dei rispettivi paesi raccolte con criteri omogenei, che poi la Banca Centrale Europea aggrega per determinare l'andamento "medio" dei tassi nell'intera area. E' quindi possibile, pur con tutte le cautele del caso, eseguite dei confronti fra i tassi bancari praticati in Italia e quelli medi europei.

Un primo confronto fra i tassi italiani ed europei riguarda le nuove erogazioni effettuate nel mese di luglio 2005.

La prima impressione che si trae dall'esame dei dati riportati nel Bollettino di Banca d'Italia è che esiste una certa uniformità fra i dati considerati: gli scostamenti, a parte qualche caso particolare, non sono molto accentuati. La raccolta appare però in generale un po' meno onerosa in Italia, specialmente per quanto riguarda quella con durata prestabilita. D'altra parte, in Italia la raccolta "a tempo" più diffusa avviene tramite la forma tecnica delle obbligazioni (che, per motivi fiscali, hanno di fatto soppiantato i CD), ma le obbligazioni non sono considerate in queste statistiche. Più variegata risultano le condizioni praticate sulle erogazioni di nuovi prestiti. Per quanto riguarda le famiglie, il credito al consumo è leggermente più oneroso in Italia, dove però sono meno costosi i prestiti sulle abitazioni. I tassi alle imprese produttive risultano un po' più elevati in Italia per i prestiti sotto un milione di euro e un po' più bassi per quelli che superano questa soglia.

Passando alle consistenze, di cui si conoscono anche gli importi, è probabilmente più utile confrontare non tanto le singole voci, quanto valori più aggregati, in cui i tassi vengono ponderati per le quantità. Qualche differenziale apparentemente rilevante fra i tassi italiani e

**FIG. 1.12: I tassi bancari**



Fonte: Banca d'Italia.

Nota: tassi da (a) a (d) = tassi attivi su nuove erogazioni, tassi da (e) a (h) = tassi passivi su consistenze

quelli europei potrebbe infatti riguardare solo voci di scarsa rilevanza economica.

Il confronto fra i dati aggregati dei tassi bancari sulle consistenze della raccolta e degli impieghi in Italia e nella della zona-Euro è riportato nelle TABB. 1.10 e 1.11. I valori riguardano i mesi di giugno 2005, giugno 2004 e a novembre 2003 (il dato più vecchio che ci è dato di conoscere).

**TAB. 1.10: Tassi sulla raccolta: consistenze**

Data	Zona	Totale		A vista	A durata prestab.		PcT
		(a)	(b)		(a)	(b)	
Nov. 2003	E	1,75	-	0,76	2,74	-	1,98
	I	0,90	1,78	0,70	1,86	3,16	1,94
	I-E	-0,85	+0,03	-0,06	-0,88	+0,42	-0,04
Giu. 2004	E	1,69	-	0,75	2,63	-	1,94
	I	0,86	1,73	0,68	1,70	3,04	1,90
	I-E	-0,83	+0,04	-0,07	-0,93	+0,41	-0,04
Giu. 2005	E	1,67	-	0,76	2,64	-	2,01
	I	0,89	1,71	0,70	1,64	2,91	1,97
	I-E	-0,78	+0,04	-0,06	-1,00	+0,37	-0,04

Note: I = Italia, E = zona-Euro; (a) escluse obbligazioni, (b) comprese obbligazioni.

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE (bollettino mensile) e Banca d'Italia (Supplementi al bollettino statistico).

Per quanto riguarda la raccolta, c'è un problema per le scadenze superiori all'anno. Come già accennato in precedenza, in Italia sono molto diffuse le obbligazioni, che però non entrano nelle statistiche sui tassi bancari della BCE. Per tener conto del fatto che da noi le obbligazioni hanno anche il ruolo che altrove hanno i CD (o altre forme di raccolta superiori all'anno) si è ritenuto opportuno, per quanto riguarda la raccolta, presentare per l'Italia due serie di dati: la prima esclude e la seconda comprende le obbligazioni (colonne contrassegnate con le lettere (a) e (b)). Il risultato è che, mentre la differenza tra il tasso medio delle consistenze dei depositi a vista e dei pronti contro termine in Italia e nella zona-Euro è minimo (solo leggermente più basso in Italia), la differenza è elevata nel caso dei "depositi" complessivi e,

soprattutto, dei depositi a scadenza prestabilita. Se non si considerano le obbligazioni italiane, i nostri tassi medi sono molto più bassi della media di quelli esteri, se si considerano le obbligazioni bancarie italiane (ma non quelle estere di cui non ci sono i dati), i nostri tassi medi diventano molto più alti. Questa differenza, comunque, è di natura "tecnica" e non può essere imputata a merito o demerito del nostro sistema creditizio che, per il resto, sembra praticare condizioni abbastanza simili a quelle della media europea.

**TAB. 1.11: Tassi sugli impieghi: consistenze**

Data	Zona	Totale		Famiglie		Soc. non finanz.	
		tot.	< 1a	tot.	< 1a	tot.	< 1a.
Nov. 2003	E	5,12	5,23	5,64	7,80	4,54	4,52
	I	4,98	5,53	5,96	8,12	4,47	5,07
	I-E	-0,14	+0,30	+0,32	+0,32	-0,07	+0,55
Giu. 2004	E	4,99	5,20	5,48	7,77	4,40	4,47
	I	4,82	5,40	5,71	8,10	4,34	4,94
	I-E	-0,08	+0,20	+0,23	+0,33	-0,08	+0,47
Giu. 2005	E	4,79	5,06	5,23	7,71	4,25	4,31
	I	4,64	5,22	5,40	7,86	4,21	4,78
	I-E	-0,15	+0,16	+0,17	+0,15	-0,04	+0,47

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE (bollettino mensile) e Banca d'Italia (Supplementi al bollettino statistico; I = Italia, E = zona-Euro).

L'analisi dei tassi medi sulle consistenze degli impieghi della TAB. 1.11 conferma una certa omogeneità (e/o tendenza all'omogeneità) delle condizioni praticate all'interno e all'estero. Il differenziale tra i rendimenti complessivo sulle consistenze dei prestiti è molto contenuto (minore di quello riscontrabile tra varie regioni italiane!!!): i tassi medi sono un po' più bassi in Italia, quelli sui prestiti di importi inferiori al milione di euro sono invece più alti da noi (ma il differenziale si riduce nel tempo). Nel caso delle famiglie, i tassi sulle consistenze dei prestiti sono più elevati in Italia, ma il differenziale si è più che dimezzato dal nov. 2003 al giugno 2005.

Nel complesso, quindi, confrontando i tassi bancari italiani e quelli medi della zona-Euro, sia quelli relativi alle nuove operazioni, sia

quelle relativi alle consistenze, emerge una sostanziale omogeneità tra i valori considerati accompagnata da una tendenza a una maggior uniformità dove i differenziali di partenza sono più elevati. I più grossi scostamenti tra condizioni interne ed estere, come nel caso della raccolta a scadenza superiore all'anno, sembrano essenzialmente riconducibili a motivi tecnici più che a motivi di convenienza. Si può concludere questo confronto ricordando che fino a qualche tempo fa i più bassi tassi praticati dalle banche estere erano ritenuti un indicatore di maggiore efficienza relativa. Se questo indicatore esprimesse veramente una misura dell'efficienza economica se ne trarrebbero considerazioni lusinghiere per il nostro sistema bancario.

#### 4. Imprese e mercato dei capitali

Con riferimento alla raccolta di risorse fresche canalizzate da Borsa Italiana SpA, sia mediante aumenti di capitale da parte di società quotate sia mediante risorse raccolte in occasione dell'accesso alla quotazione (Opvs), i fenomeni di maggior rilievo che hanno caratterizzato i primi 9 mesi del 2005 possono così sintetizzarsi (TAB. 1.12):

- il volume di risorse complessivamente raccolte è in sensibile aumento (+112%) rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente;
- la raccolta è da attribuire in misura sostanzialmente paritetica ad aumenti di capitale da parte di società quotate e a offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione (rispettivamente 48% contro 52%);
- la dimensione media delle operazioni di OPVS risulta lievemente inferiore a quella dell'anno precedente, mentre quella degli aumenti di capitale è più che raddoppiata;
- 10 nuove società hanno fatto il loro ingresso nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA. nel periodo considerato.

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

	2004	2005 gen-set
<b>Aumenti di capitale di soc. quotate</b>		
numero operazioni	23	14
denaro raccolto (milioni)	3.254	5.123
Importo medio (milioni)	141,5	365,9
In % della capitalizz. di fine periodo	0,6%	0,8%
In % degli scambi del periodo	0,4%	0,7%
<b>Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.</b>		
numero operazioni	18	10
denaro raccolto (milioni)	11.967	5.631
Importo medio (milioni)	664,8	563
In % della capitalizz. di fine periodo	2,1%	0,9%
In % degli scambi del periodo	1,7%	0,8%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

**La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani.** Nel corso dei primi 9 mesi del 2005 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento aperti gestiti da intermediari italiani è stata positiva per 4.229 milioni di euro (TAB. 1.13). Importanti deflussi hanno riguardato soprattutto (sia in termini assoluti sia in termini relativi) i fondi azionari e di liquidità (con una raccolta netta negativa rispettivamente pari a 5.300 e 8656 milioni di euro) mentre una raccolta netta positiva è stata registrata dai fondi bilanciati (71 milioni di euro), obbligazionari (14.252 milioni di euro) e flessibili (3.862 milioni di euro).

**TAB. 1.13: Raccolta netta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani (in milioni di euro)**

Categorie di fondi	2004	2005 gen.-sett.
Azionari	-2.411	-5.300
Bilanciati	-2.899	71
Obbligazionari	-1.337	14.252
Liquidità	-6.800	-8.656
Flessibili	1.128	3.862
<b>Totale</b>	<b>-12.319</b>	<b>4.229</b>

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

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

Strumento	2003	2004 gen.-sett.	Var. % (*)
Totale azioni	660.559	705.613	40,2
Warrant	600	887	94,1
Securitized Derivatives	16.468	34.993	178,9
Obbl.convertibili	943	889	23,7
Fondi Chiusi	183	203	45,3
Fondi Aperti e ETF	3.226	5.911	140,5
Diritti	350	586	119,9
Obbligazioni	10.890	11.276	35,9
Tit. Stato (Mot)	139.338	82.196	-22,6
<b>Strumenti derivati</b>			
Futures su indice			
num.contratti	3.331.843	2.727.488	7,4
val.scambi	467.122	440.566	23,8
Mini-Futures su indice			
num.contratti	1.485.112	954.997	-15,6
val.scambi	41.495	30.848	-2,4
Futures su azioni			
num.contratti	1.734.256	3.534.173	167,5
val.scambi	7.822	17.496	193,6
Opzioni su indice			
num.contratti	2.220.807	1.936.556	14,5
val.scambi	152.839	154.119	32,3
Opzioni su azioni			
num.contratti	9.500.498	9.367.378	29,4
val.scambi	36.734	41.234	47,3

Fonte: dati Borsa Italiana Spa.

Nota: (\*) variazione % della media giornaliera rispetto ai primi nove mesi del 2004.

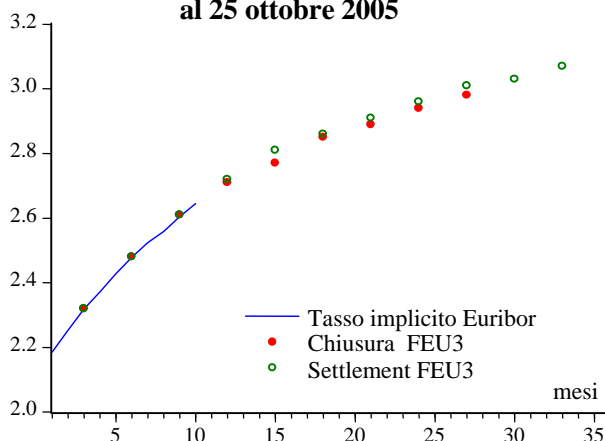
**Gli scambi di titoli quotati.** Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA (TAB. 1.14) ha mostrato nei primi 9 mesi del 2005 un sensibile progresso rispetto a quanto osservato l'anno precedente (+40% in media giornaliera gli strumenti azionari). Particolar-mente vivaci sono risultati i segmenti dei *warrant* (+179% in media giornaliera rispetto all'anno precedente) e dei degli ETF (+130% rispetto alla media giornaliera dell'anno precedente). Unico segmento in controtendenza è stato quello dei titoli di Stato, con una media giornaliera in arretramento del 23% rispetto all'anno precedente.

Per quanto riguarda il mercato Idem, il segmento che ha registrato il maggior sviluppo è stato quello degli *stock futures*, i cui scambi sono poco meno che triplicati rispetto all'anno precedente in media giornaliera.

## 5. Le previsioni dell'Euribor e del tasso ufficiale

**Le aspettative del mercato.** Le aspettative del mercato possono essere dedotte sia dai tassi impliciti dell'Euribor che dai prezzi dei Futures. La FIG. 1.13 riporta i valori al 25 ottobre 2005 dei tassi impliciti trimestrali e del rendimento dei futures (pari a 100 meno il prezzo del FEU3). Pur tenendo conto del fatto che questi rendimenti contengono normalmente una sorta di premio di liquidità, dal grafico emerge chiaramente che le aspettative sull'andamento dell'Euribor sono ormai rivolte verso l'alto.

**FIG. 1.13: Tassi impliciti trimestrali e FEU3 al 25 ottobre 2005**



**Le più recenti previsioni di un gruppo di esperti.** La TAB. 1.15 riporta le più recenti previsioni di un gruppo di esperti e rintracciabili su internet. Pur se il campione è molto limitato, le previsioni sui tassi nei prossimi mesi sono tutte verso l'alto, anche se la maggioranza prevede un aumento del Repo solo dopo il primo trimestre 2005.

**L'andamento dell'economia.** Le indicazioni che emergono dalle principali variabili economiche non sono uniformi. Da un lato il tasso d'interesse reale è particolarmente basso e l'inflazione corrente è aumentata mentre il prezzo del petrolio si mantiene alto e il cambio si è indebolito. Dall'altro lato l'economia continua a crescere poco e l'aumento dei prezzi dei prodotti industriali "non energetici" è molto limitato. Inoltre l'aspettativa sull'inflazione a medio termine è coerente con l'obiettivo del 2%.

**TAB. 1.15: Le previsioni degli esperti disponibili su Internet**

Variabile / data previsione	2005	2006			
	IV	I	II	III	IV
<b>Repo</b>					
8 settembre	2,00	2,00	-	2,00	-
22 settembre	2,00	2,00	2,00	2,25	-
mese di settembre	2,00	2,00	2,25	2,50	2,50
3 ottobre	2,00	2,50	3,00	-	-
5 ottobre	2,00	-	-	-	2,50
<b>Euribor a 3 mesi</b>					
8 settembre	2,00	2,12	-	2,25	-
5 ottobre	2,22	2,32	2,45	2,53	2,62
<b>Tasso a 10 anni</b>					
8 settembre	2,90	3,10	-	3,45	-
22 settembre	3,40	3,50	3,60	-	-
3 ottobre	3,30	3,50	3,70	-	-

Nota: valori di fine trimestre.

In queste condizioni di incertezza, una politica attendista da parte della Banca Centrale può ancora essere la soluzione migliore. In ogni caso la BCE è pronta ad agire non appena l'attuale situazione economica si sarà chiarita. Se la crescita economica si rafforzasse e/o le spinte inflazionistiche dovessero crescere (per es. se si verificasse un aumento dei prezzi dei beni industriali), l'aumento del Repo sarebbe pressoché immediato. Va comunque tenuto presente che l'attuale incertezza sull'economia si rileva anche nelle proiezioni della BCE su inflazione e crescita nel 2006. La stima dell'inflazione, in particolare, corrisponde a

un'ampia fascia a cavallo dell'1,9% e quindi qualunque opzione di politica monetaria (aumentare i tassi o lasciarli al 2%) è ancora momento possibile. I più recenti dati sui principali indicatori che anticipano la crescita economica stanno comunque dando i primi, anche se timidi, segnali positivi.

**Le dichiarazioni ufficiali della BCE.** Nella conferenza stampa dl 6 ottobre il presidente Trichet ha affermato che l'attuale forza della politica monetaria è ancora "appropriata" e che le spinte inflazionistiche interne sono "ancora modeste". Ha però contemporaneamente sostenuto che il rischio per la stabilità dei prezzi è "aumentato" e che pertanto occorre una "forte vigilanza" da parte della Banca Centrale. Queste parole, come lui stesso ha poi sottolineato, non rappresentano la "promessa" di un aumento dei tassi, ma solo un caldo avvertimento ai mercati che hanno reagito rivedendo immediatamente al rialzo le loro aspettative.

Tenendo conto di tutto questo un aumento dei tassi sembra ormai probabile. Alcune nostre stime, effettuate con metodi e dati alternativi, hanno portato a risultati abbastanza coerenti fra loro. (TAB. 1.16). Ovviamente il momento esatto degli interventi non è prevedibile e la tabella è quindi solo indicativa. Anche i tassi dei titoli di stato a lunga della zona-Euro sono previsti in crescita. Il loro livello rimarrà comunque sotto quello dei tassi americani.

**TAB. 1.16: Le nostre previsioni**

mese	Repo	Euribor a 1 m	Euribor a 3 m
nov. 2005	2,00	2,15	2,20
dic. 2005	2,00	2,20	2,25
gen. 2006	2,00*2,25	2,26	2,30
feb. 2006	2,00-2,25*	2,30	2,35
mar. 2006	2,25	2,35	2,40
apr. 2006	2,25*-2,50	2,40	2,45

Fonte: nostre stime su dati disponibili al 25 ottobre 2005. L'asterisco si riferisce al valore più probabile.

## 2. CADUTA DEL VALORE AGGIUNTO INDUSTRIALE E DELOCALIZZAZIONE

La quota dell'industria sul valore aggiunto è in progressivo calo in tutti i paesi industrializzati. Il fenomeno è dovuto a una varietà di fattori: (i) al diverso andamento della produttività nell'industria rispetto al terziario, (ii) a fattori statistico-contabili conseguenza del fatto che alcune attività precedentemente svolte all'interno di aziende classificate come industriali sono state spostate su aziende che sono classificate come appartenenti al settore terziario (*outsourcing*), (iii) alla delocalizzazione verso paesi a più basso costo del lavoro di quote crescenti dei processi produttivi tradizionali dell'industria (internazionalizzazione dell'impresa e globalizzazione). Quest'ultimo aspetto ha portato al progressivo, apparentemente paradossale, aumento della quota dell'export sul PIL in tutti i paesi, pure a fronte di una riduzione della quota del valore aggiunto industriale, attraverso il cosiddetto traffico di perfezionamento passivo (l'esportazione temporanea di merci per lavorazione all'estero, reimportazione e successivo export di prodotti finiti).

### 1. Terziarizzazione, una tendenza di fondo

Guardando all'evoluzione strutturale di un sistema economico, ossia alla tendenza di lungo periodo della composizione settoriale del PIL, si osserva, per tutti i paesi economicamente evoluti, il progressivo decremento del peso dell'industria e il parallelo incremento del peso del terziario o settore dei "servizi" in senso lato. Ad esempio, con riferimento all'Italia e considerando l'orizzonte temporale 1970-2004, la quota dell'industria in senso stretto (escluse quindi le costruzioni) sul PIL è scesa dal massimo del 36% raggiunto nel 1976 al minimo

del 23% verificatosi nel 2004. Nello stesso periodo la quota del terziario (privato) è aumentata dal 60 al 74%. Poiché la quota dell'agricoltura è ormai trascurabile, sostanzialmente il PIL italiano oggi è imputabile per un quarto all'industria e per tre quarti al terziario.

Questa tendenza alla *terziarizzazione* ha soppiantato nel secondo dopoguerra la tendenza all'*industrializzazione*, ossia al decremento del peso del settore primario e all'incremento parallelo del peso dell'industria, che aveva caratterizzato l'evoluzione strutturale nel corso dell'Ottocento e nella prima metà del Novecento.

La letteratura sulla dinamica strutturale di un sistema economico ha proposto diverse spiegazioni di questo fenomeno, tra le quali spicca quella che attribuisce la terziarizzazione della produzione, all'evoluzione della composizione dei consumi finali. All'aumentare del reddito pro-capite, ossia nel corso della crescita di lungo periodo del sistema economico, la composizione dei consumi finali delle famiglie cambia: si riduce il peso dei beni materiali, tipicamente prodotti dall'industria manifatturiera, e aumenta quello dei beni immateriali e dei servizi. Questa tendenza viene sostanzialmente ricondotta alla cosiddetta *legge di Engel*.

Da questo punto di vista la terziarizzazione – e quindi l'associata inevitabile riduzione del contributo dell'industria alla formazione del PIL – appare come un fenomeno fisiologico, anzi come la manifestazione di una tendenza crescente alla sofisticazione dei consumi. Tuttavia, alla tendenza di fondo si intreccia un processo di breve-medio periodo che va nella stessa direzione – ossia induce una flessione del peso dell'industria – ma segnala una situazione di sofferenza del sistema industriale la cui natura appare almeno in parte "patologica". A questo secondo processo si fa riferimento col termine evocativo di *deindustrializzazione*.



## 2. Deindustrializzazione: un fenomeno di terziarizzazione residuale

La terziarizzazione è una tendenza di lungo periodo che potremmo definire di carattere principale. In quanto tale essa non implica necessariamente il ridimensionamento in termini assoluti del settore industriale. In altre parole, la perdita di peso dell'industria in questa prima accezione potrebbe essere dovuta semplicemente a una velocità di crescita del settore industriale minore di quella del terziario ma in un quadro di aumento dei livelli produttivi di entrambi i settori.

La terziarizzazione tuttavia può essere un fenomeno in un certo senso secondario e di risulta se si configura come effetto collaterale di un processo di *deindustrializzazione* ossia di ridimensionamento quantitativo del settore industriale. Per semplicità chiameremo questo fenomeno terziarizzazione residuale.

Della deindustrializzazione sono state fornite sostanzialmente due interpretazioni. Secondo la prima, la deindustrializzazione è dovuta a una tendenza al *decentramento produttivo* dell'attività industriale da parte delle imprese di medio-grandi dimensioni, che chiameremo per convenzione deindustrializzazione del primo tipo. Nella seconda interpretazione, la deindustrializzazione è l'effetto di un fenomeno di *obsolescenza* che dà luogo allo smantellamento dell'apparato produttivo almeno in alcuni comparti dell'industria. Chiameremo questo fenomeno deindustrializzazione del secondo tipo.

Nel primo caso, le imprese adottano procedure di *outsourcing* di attività precedentemente svolte all'interno. Nella scelta tra "make or buy", in altre parole, l'accento finisce sul secondo termine. L'*outsourcing* dell'attività comporta, tra l'altro, anche una esternalizzazione della produzione di

servizi precedentemente incorporati nelle imprese del settore manifatturiero: il terziario prima mascherato da secondario – *terziario per il sistema produttivo* o TPS nella terminologia divenuta di moda in Italia negli anni '70 – si manifesta ora nella sua vera natura. La deindustrializzazione di primo tipo, quindi, implica che una quota del valore aggiunto dell'industria viene ora classificate come valore aggiunto del terziario.

Nel secondo caso, invece, l'apparato industriale perde segmenti considerati superati. Il ridimensionamento non comporta una diversa allocazione del valore aggiunto settoriale – un fatto meramente nominale dal punto di vista della composizione del PIL – ma una vera e propria contrazione dei confini dell'industria. L'esempio classico è la deindustrializzazione degli anni Ottanta in Gran Bretagna, il cui aspetto più eclatante è stata la sostanziale scomparsa dell'industria automobilistica inglese. In Italia il fenomeno è stato forse meno vistoso ma non per questo meno importante.<sup>1</sup>

A guardar bene, la deindustrializzazione, e quindi la terziarizzazione residuale, è sempre riconducibile a qualche fonte di crisi o di sofferenza di breve-medio periodo dell'apparato industriale. Ad esempio la deindustrializzazione da decentramento produttivo in Italia è stata associata, nella letteratura di economia industriale, alla necessità per le imprese di conseguire una maggiore efficienza produttiva negli anni Settanta-Ottanta. La successione di shock macroeconomici dei primi anni '70, la virulenza del conflitto sociale e l'incremento del costo del lavoro – a volte definita "*frusta salariale*" – avevano messo in crisi le imprese di grandi dimensioni, che avevano adottato

<sup>1</sup> Su questo processo si veda il lavoro di Luciano Gallino, *La scomparsa dell'Italia industriale*, Torino, Einaudi, 2003.

l'outsourcing alla ricerca di maggior flessibilità produttiva. All'epoca, infatti, il perseguimento di dimensioni minori era considerato un percorso obbligato per il recupero di efficienza produttiva.

La deindustrializzazione da obsolescenza invece è riconducibile a una *perdita di capacità competitiva* per cui i beni prima prodotti all'interno di un paese vengono ora importati dall'estero. A sua volta, tale perdita di competitività può essere dovuta alla dinamica relativa del costo del lavoro e della produttività all'interno e all'estero (competitività di prezzo) o ad una più fondamentale incapacità di innovare (*non price competitiveness*).

Naturalmente, fenomeni di deindustrializzazione del primo e del secondo tipo spesso si intrecciano o si determinano in sequenza. Ad esempio una perdita di competitività dovuta alla maggiore competitività di prezzo delle merci di paesi emergenti può avere come effetto di impatto una deindustrializzazione del secondo tipo e indurre come reazione una deindustrializzazione del primo tipo.

### 3. Delocalizzazione e internazionalizzazione

Alla crisi dell'apparato produttivo – *in primis* di quello industriale – è riconducibile anche la *delocalizzazione*, ossia la dislocazione all'estero dell'attività produttiva. La delocalizzazione è lo strumento principe per *l'internazionalizzazione* dell'impresa. Essa si può configurare come *outsourcing globale*. Il decentramento produttivo all'interno del paese considerato invece si caratterizza come *outsourcing locale*.

L'*outsourcing*, globale o locale che sia, segnala in primo luogo la *deverticalizzazione* della grande impresa: invece di crescere continuamente in dimensione e varietà di produzione, l'impresa si concentra, a cominciare dalla

seconda parte del secolo scorso negli USA, nel "*core business*" delegando fasi dell'attività produttiva prima svolte internamente a una rete ampia e crescente di produttori esterni.

L'*outsourcing globale* è la combinazione di *outsourcing* e *offshoring* ossia è decentramento produttivo all'estero. Inizialmente la produzione all'estero è affidata a filiali o partecipate della impresa di origine (della delocalizzazione), che si configura quindi come una *multinazionale*. Successivamente, si affermano nell'attività produttiva "delegata" le imprese locali – ossia imprese la cui proprietà rimane in mano a residenti dei paesi di destinazione.

La delocalizzazione intesa come deverticalizzazione e decentramento produttivo all'estero dà luogo a *investimenti diretti all'estero (IDE)* "in uscita", ossia deflussi di capitale (registrati in bilancia dei pagamenti) dal paese di origine, finalizzati all'investimento produttivo. Gli investimenti diretti all'estero, sono una voce dei movimenti di capitale, meno importante quantitativamente dei cosiddetti investimenti di portafoglio.

Gli IDE si configurano come vera e propria realizzazione di impianti produttivi all'estero (*green field*) o acquisizione di partecipazioni da parte delle imprese del paese di origine che investono all'estero in imprese locali del paese di destinazione. In entrambi i casi, gli IDE rivelano processi di internazionalizzazione della grande impresa multinazionale. Essi quindi colgono solo una parte del fenomeno della delocalizzazione. Sfugge alla contabilità degli IDE la subfornitura che viene attribuita dalle imprese dei paesi di origine non a filiali o partecipate operanti nei paesi di destinazione ma a imprese locali.

Alla piccola e media impresa (PMI) è preclusa quasi per definizione l'internazionalizzazione attraverso filiali estere o partecipate, ma essa

può perseguirla tramite altre strade. Ad esempio, le PMI organizzate in “sistemi di imprese” – *clusters* o distretti industriali per usare la terminologia italiana – possono istituire reti di *sub-fornitura* con produttori esteri. Tali reti non sono dissimili, qualitativamente, da quelle realizzate dalle grandi imprese ma fanno capo, appunto al distretto piuttosto che alla singola (grande) impresa. L’internazionalizzazione della PMI, quindi, non viene colta dalle statistiche degli IDE. Sul fenomeno del *global outsourcing* dei distretti industriali – ovviamente di grande interesse per il nostro paese – torneremo in chiusura di questo articolo.

I redditi prodotti all’estero dalle imprese delocalizzate e facenti capo a cittadini del paese di origine dell’investimento diretto non rientrano nel Prodotto Interno Lordo (PIL) del paese stesso – che, come è noto, ingloba i redditi di tutti coloro che hanno preso parte al processo produttivo all’interno del paese considerato, indipendentemente dalla loro nazionalità – ma saranno conteggiati nel Prodotto Nazionale Lordo. Il PNL, infatti è pari alla somma del PIL e dei cosiddetti *redditi netti dall’estero*, flusso definito a sua volta come differenza tra i redditi prodotti all’estero dai cittadini del paese considerato e i redditi prodotti all’interno del paese dagli stranieri.

A parità di altre condizioni, quindi, la delocalizzazione si manifesterà contabilmente come una riduzione del PNL minore della riduzione che si registra nel PIL. Il valore aggiunto (salari e profitti, in buona sostanza) generato dalle imprese dislocate all’estero verrà contabilizzato per intero nel PIL del paese estero – una parte di questo importo (valori e profitti riconducibili ai cittadini dei paesi di origine) saranno considerati nella formazione del PNL del paese di origine.

Nella misura in cui la delocalizzazione è messa in atto dal settore industriale, in un certo senso la riduzione di PIL dovuta al *global outsourcing* si può interpretare anche come un terzo tipo di deindustrializzazione, distinto dalla deindustrializzazione da decentramento produttivo all’interno del paese e dalla deindustrializzazione da perdita di capacità competitiva.

Naturalmente per quanto riguarda gli investimenti diretti all’estero (IDE) “in entrata” valgono conclusioni di natura opposta rispetto a quelle tratte precedentemente: gli IDE in entrata danno luogo a registrazione contabile tra gli afflussi di capitale (per insediamento produttivo) nella bilancia dei pagamenti; danno inoltre luogo ad un incremento del PIL – attribuibile principalmente al settore industriale – e un decremento del PNL.

I prodotti ottenuti attraverso la delocalizzazione possono essere venduti sui mercati dei paesi di destinazione o su altri mercati esteri oppure reimportati e venduti sui mercati dei paesi di origine. In questo secondo caso siamo in presenza di *traffico di perfezionamento passivo* (ce ne occuperemo tra breve).

#### 4. Tendenze della delocalizzazione

La delocalizzazione non è una caratteristica nuova delle moderne economie di mercato. Forme primitive di delocalizzazione si sono manifestate già nel XIX secolo nella storia del capitalismo mondiale. Nella variante contemporanea, la prima ondata di *global outsourcing* risale agli anni ’60 e ’70 del secolo scorso con lo spostamento all’estero delle produzioni a minor valore aggiunto (tessile e abbigliamento, calzature, giocattoli, elettronica a basso costo) da parte delle multinazionali statunitensi. Ma l’abbattimento dei costi di trasporto che si è

verificato con la *globalizzazione* degli anni '90 ha indubbiamente accelerato il processo.

Tuttavia la delocalizzazione finora non si è spinta (e molto probabilmente non si spingerà mai) fino ad un trasferimento completo dell'attività produttiva all'estero. Parte della produzione rimane ancorata al paese di origine e si intreccia con la produzione all'estero in un *network* complesso che in economia industriale si indica talvolta come "catena del valore globale" (*global value chain*)<sup>2</sup>.

Le dimensioni del *global outsourcing* non sono facilmente valutabili, proprio per la complessità e quindi la difficoltà di decifrare l'intreccio di imprese che acquistano, producono e vendono lungo la catena del valore globale. Qualche cifra significativa, tuttavia, può dare un'idea sebbene approssimata del fenomeno. Nel 2001, tra l'80 e il 90% di calzature, giocattoli, borse e bagagli, orologi ed elettronica di consumo venduta negli USA era prodotta all'estero. Una parte di questi prodotti sono importazioni in senso stretto ma una quota indubbiamente molto rilevante è rappresentata da prodotti "disegnati" negli USA, prodotti all'estero e rivenduti in patria.<sup>3</sup>

Come si è detto in precedenza, la delocalizzazione riguarda storicamente il settore industriale. Negli ultimi decenni, tuttavia, essa ha cominciato a interessare anche i servizi. Inizialmente la delocalizzazione del terziario ha riguardato le transazioni di *back office*, i *call center*, alcune fasi della contabilità e della consulenza aziendale. Più di recente essa ha riguardato il *software* e il cosiddetto

*engineering*. L'orientamento geografico della delocalizzazione dei servizi pertanto evidenzia una netta preferenza delle imprese che delocalizzano per alcuni paesi del Sud Est asiatico e per l'India. Ad esempio General Electric si è prefissata la regola 70-70-70: intende decentrare il 70% dell'attività produttiva, portare all'estero il 70% del 70% decentrato e in India il 70% dell'attività decentrata all'estero. Quindi più di un terzo della produzione riconducibile a GE dovrebbe finire in India.

Per quanto riguarda l'orientamento geografico, nel corso degli anni '90 si è manifestata una tendenza alla delocalizzazione dai paesi industrializzati alla concentrazione su alcune aree del variegato mondo dei paesi emergenti: la gamma dei produttori locali, ossia dei partner esteri delle imprese che delocalizzano, si è progressivamente ristretta. La Cina si è imposta come la più importante piattaforma per il *global outsourcing* a livello mondiale. Questo fenomeno è imputabile in primo luogo ad un forte vantaggio comparato nelle fasi a minor valore aggiunto della produzione. Ma nel determinare la direzione geografica dei flussi di delocalizzazione, conta anche la capacità del paese di destinazione di offrire un *background* sufficiente, una sorta di *massa critica*, in termini di disponibilità di forza lavoro, anche qualificata, e di infrastrutture, materiali e giuridiche (ad esempio, un buon sistema di protezione dei diritti degli investitori esteri). Lo straordinario sviluppo cinese, sulla fascia costiera, non avrebbe potuto aver luogo senza lo straordinario afflusso di IDE. La creazione delle Zone Economiche Speciali ha costituito la premessa per tale afflusso.

Non tutti i paesi in via di sviluppo hanno raggiunto questa massa critica. Dopo la Cina, tra i paesi che sembrano meglio attrezzati, da questo

<sup>2</sup> G. Gereffi e R. Kaplinsky (a cura di), *The Value of Value Chains: Spreading the Gains from Globalization*, numero speciale di *IDS Bulletin* (2001)

<sup>3</sup> Gereffi, G. e Sturgeon, T. *Globalization, Employment and Economic Development: A Briefing Paper*, MIT-Industrial Performance Center, Working paper, giugno 2004.

punto di vista, si evidenzia l'India, e il Far East. In mancanza di statistiche aggregate che misurino direttamente il fenomeno, possiamo ricavare una indicazione indiretta del ruolo di un paese come destinazione dei processi di delocalizzazione – che si manifesta come esportazione dal paese di origine di semilavorati e reimportazione di prodotti finiti – dal peso dei manufatti sull'export totale, riportato in TAB. 2.1.

**TAB. 2.1: Quota dei manufatti sulle esportazioni totali di alcuni paesi emergenti**

	1980	1990
Singapore	43	86
Tailandia	25	74
Malesia	19	79
Indonesia	2	45
Messico	10	85

Fonte P. Dicken, *Global Shift: Reshaping the Global Economic Map in the 21st Century*, Londra, Sage 2003.

Nell'arco di un decennio, il contenuto di manufatti nelle esportazioni, ad esempio, dell'Indonesia, passa da una quota trascurabile a quasi la metà del volume totale. Le cifre non sono meno impressionanti per gli altri paesi menzionati.

## 5. Effetti occupazionali

L'industria disloca all'estero l'apparato produttivo sostanzialmente per due motivi:

- per trovare nuovi mercati di sbocco (*market seeking global outsourcing*);
- per sfruttare il minor costo dei fattori – e in particolare del lavoro – all'estero (*cost cutting global outsourcing*).

Nel primo caso la delocalizzazione risulta neutrale o addirittura benefica per l'occupazione nel paese di origine. Infatti, le attività all'estero finiscono per esercitare uno stimolo all'occupazione di management e altre attività direttive nel paese di origine.

Nel secondo caso, l'effetto di impatto della delocalizzazione per l'occupazione nel paese di origine è negativo: si verifica una perdita di posti di lavoro a favore dei paesi di destinazione. Sotto il profilo occupazionale, peraltro, la delocalizzazione suscita critiche anche nei paesi di destinazione che lamentano la concentrazione dei posti di lavoro di nuova creazione nei segmenti a bassa qualificazione e a basso salario. In altri termini la delocalizzazione produrrebbe disoccupazione nei paesi di origine e “poveri al lavoro” (*working poors*) all'estero.

I paesi in via di sviluppo coinvolti nel processo finirebbero su un percorso di crescita che crea e conserva “miseria” (*immiserizing growth*).

C'è ovviamente del vero in queste critiche ma, come sempre, c'è anche l'altra faccia della medaglia. Per quanto riguarda il paese di origine, è vero che l'effetto di impatto della delocalizzazione è la perdita di posti di lavoro. Ma se la domanda di lavoro non è stazionaria – ad esempio perché per effetto della crescita del reddito pro-capite si manifesta una domanda crescente di beni sofisticati e servizi – la delocalizzazione consente, nel paese di origine, di spostare risorse produttive – capitale e lavoro – da settori o segmenti produttivi a basso valore aggiunto (quelli delocalizzati, per l'appunto) a comparti a più alto valore aggiunto. Inoltre, se la delocalizzazione si accompagna ad un recupero di efficienza del processo produttivo, si verificherà un miglioramento della competitività di prezzo delle merci del paese di origine che indurrà un aumento dell'occupazione nei settori esportatori.

D'altro canto, si sta verificando una tendenza a dislocare all'estero non solo le produzioni a basso valore aggiunto ma anche quelle a più elevato contenuto tecnologico. Si decentrano all'estero, ad esempio, anche produzioni *high tech*. Si pensi agli *hard disk* e a molti tipi di

semi-conduttori prodotti in impianti tecnologicamente avanzati del Sud Est asiatico, della Cina o dell'India (su questo paese, si rinvia all'articolo pubblicato nel precedente numero di Osservatorio Monetario).

## 6. Gli investimenti diretti all'estero

Come si è detto, una parte importante dei processi di delocalizzazione è colta dagli IDE. La TAB. 2.2 riporta il rapporto tra lo stock degli investimenti diretti all'estero (IDE) e il PIL, ossia l'indicatore sintetico più utilizzato del grado di delocalizzazione di un'economia, relativamente ad alcuni paesi europei nell'arco di tempo 1995-2003.

**TAB. 2.2: Rapporto % tra IDE e PIL**

	IDE in uscita		IDE in entrata
	1995	2003	2003
Italia	8,8	16,3	11,8
Francia	13,2	36,7	24,7
Germania	10,5	25,8	22,6
Spagna	6,2	24,7	27,4
Portogallo	3,0	26,1	36,3

Fonte: Elaborazioni su dati UNCTAD riportate in ICE, *La posizione competitiva dell'Italia nell'economia internazionale*, materiale preparato per la seconda conferenza nazionale sul commercio estero, febbraio 2005.

Tutti i paesi considerati in tabella hanno registrato consistenti incrementi dell'indicatore nel periodo 1995-2003. La quota italiana è praticamente raddoppiata ma il dato è oscurato dal fatto che quella francese – la più alta nel 1995 – è quasi triplicata, come quella tedesca, quella spagnola è quadruplicata e quella del Portogallo è aumentata di quasi 9 volte. Nel 2003, nonostante il rimarchevole incremento della quota nel corso del periodo considerato, l'Italia finisce per essere ultima nella piccola classifica della TAB. 2.2 mentre era terza, alle spalle di Francia e Germania, nel 1995.

La bassissima (e decrescente) dimensione media dell'apparato industriale italiano – intorno ai 4

addetti per impresa nel 2001 (si veda il numero 1/2005 di OM per un breve approfondimento su questo punto) – contribuisce a spiegare queste differenze solo in parte. E' vero infatti che in Italia ci sono poche grandi imprese e che quindi la delocalizzazione a queste attribuibile è necessariamente di modeste dimensioni, ma è anche vero che Spagna e Portogallo soffrono anch'esse di bassa dimensione media delle imprese ma hanno sperimentato una tendenza alla delocalizzazione molto più accentuata.

Nel 2004 i dipendenti totali all'estero di imprese italiane o partecipate da imprese italiane era superiore a 1.100.000. Le aree di maggior insediamento sono i paesi UE (37% degli addetti di cui sopra) e dell'Est europeo (21%). I settori principali l'alimentare e apparecchiature elettriche e mezzi di trasporto.

Modesta è anche la capacità del nostro paese di attrarre IDE. Il rapporto tra IDE in entrata e PIL, infatti, è solo dell' 11.8 % nel 2003 contro valori almeno doppi degli altri paesi.

## 7. Il traffico di perfezionamento

Sotto il profilo del coordinamento del processo produttivo, la delocalizzazione si configura come un processo produttivo prima integrato e localizzato in un certo paese che viene disintegrato in segmenti distinti, localizzati in paesi diversi (il cosiddetto fenomeno della *frammentazione internazionale dell'attività produttiva*)<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> Sulla *frammentazione internazionale* si vedano Arndt, S., "Globalization and the Gains from Trade", in Jaeger, K. e Koch, K.J. (a cura di), *Trade, Growth and Economic Policy in Open Economies*, New York, Springer-Verlag. Jones, R. e Kierzkowski, H. (2001), *A Framework for Fragmentation*, in Arndt, S e Kierzkowski, H. (a cura di), *Fragmentation, New Production Patterns in the World Economy*, Oxford, Oxford University Press.



Una forma particolare di frammentazione internazionale è il *traffico di perfezionamento*, che può essere attivo o passivo.

Un paese è impegnato nel traffico di perfezionamento attivo (TPA) quando effettua:

- importazioni temporanee di merci destinate alla lavorazione (perfezionamento) all'interno;
- riesportazione delle merci.

Simmetricamente, un paese è impegnato nel traffico di perfezionamento passivo (TPP) quando effettua:

- esportazioni temporanee di merci destinate alla lavorazione (perfezionamento) all'estero;
- re-importazione delle merci.

Il traffico di perfezionamento è quindi attivo quando il perfezionamento è effettuato all'interno del paese, è passivo quando il perfezionamento è effettuato all'estero. Un paese perfezionatore *passivo* si configura come un paese di origine di un processo di delocalizzazione all'estero di fasi dell'attività produttiva. Questo tipo di delocalizzazione, tuttavia, non comporta un cambiamento della destinazione dei prodotti finali, che rimane il mercato interno. In questo senso il traffico di perfezionamento passivo è solo una delle forme di delocalizzazione. Alcuni processi di delocalizzazione, infatti comportano non solo la frammentazione dell'attività e il *global outsourcing* ma anche la ricerca di nuovi mercati di sbocco all'estero.

Simmetricamente un paese perfezionatore *attivo* si configura come un paese di destinazione di un processo di delocalizzazione di fasi dell'attività produttiva da parte di imprese straniere. Le merci finali, tuttavia, non vengono vendute nei mercati delle imprese che perfezionano i prodotti ma re-importati nei paesi di origine.

Il traffico di perfezionamento passivo per il paese di origine della delocalizzazione è traffico di perfezionamento attivo per il paese di destina-

zione. La decisione di TPP da parte delle imprese del paese di origine è dettata da esigenze di riduzione dei costi di produzione. Si tratta quindi per definizione di delocalizzazione *cost cutting*, non *market seeking* (proprio perché i prodotti vengono poi reimportati nel paese di origine).

Si noti che, in realtà, la frammentazione produttiva comporta costi aggiuntivi, generalmente collegati all'attività di coordinamento tra i diversi segmenti produttivi che si manifesta attraverso l'acquisizione di servizi: trasporto dei prodotti tra le diverse localizzazioni produttive, controllo di qualità ecc. Perché il TPP sia "conveniente" occorre che questo aumento dei costi sia più che compensato dalla riduzione degli altri costi, a cominciare da quelli strettamente produttivi. Tali riduzioni sono di due tipi:

- un minor assorbimento di fattori produttivi rispetto al processo integrato (sotto questo profilo la frammentazione produttiva si configura come una forma di progresso tecnico ossia di innovazione di processo);
- un minor costo dei fattori produttivi impiegati all'estero.

Gli effetti del TPP sono tendenzialmente positivi per il paese di destinazione in termini di occupazione aggiuntiva (ma i nuovi posti di lavoro vengono generalmente creati in segmenti produttivi a basso salario). Sono invece incerti gli effetti occupazionali sul paese di origine. Si verifica indubbiamente una perdita di posti di lavoro, almeno nel breve periodo (effetto d'impatto o diretto). Ma l'aumento di efficienza del processo produttivo consente un recupero di competitività – ad esempio attraverso il contenimento dei prezzi – che compensa almeno in parte la perdita di posti di lavoro nei settori più esposti alla concorrenza internazionale (effetto indiretto).

Nella TAB. 2.3 riportiamo le quote percentuali dei flussi temporanei di commercio estero della UE sui flussi definitivi nel corso degli anni '90.

**TAB. 2.3: Quote %dei flussi temporanei di commercio estero sui corrispondenti flussi definitivi dell'Unione Europea**

	1990	1995	2000
Export temporaneo	1,7	2,7	1,7
Reimportazioni	1,7	2,7	1,5
Import temporaneo	6,5	8,2	7,3
Riesportazioni	15,0	17,6	15,9

Fonte: S. Baldone, F. Sdogati, L. Tajoli "La posizione dell'Italia nella frammentazione dei processi produttivi" in ICE-Istat, *L'Italia nell'economia internazionale*, Roma, 2001.

Dalla tabella emerge chiaramente che l'UE è prevalentemente area di perfezionamento *attivo*. Mentre ciascuna delle quote delle esportazioni temporanee (sulle esportazioni definitive) e delle reimportazioni (sulle importazioni definitive) – ossia delle quote dei flussi di TPP – si aggira mediamente attorno al 2% nel decennio, la quota delle importazioni temporanee (sulle importazioni definitive) è mediamente del 7% e quella delle riesportazioni (sulle esportazioni definitive) del 16,5% nello stesso periodo. Si verifica anche una tendenza alla crescita di questo tipo di traffico nella prima metà del decennio e un ripiegamento sulle posizioni iniziali nella seconda metà.

Nella TAB. 2.4 si riportano i valori di un indice di *propensione comparata* al traffico di perfezionamento. Per ogni flusso temporaneo (ad esempio le esportazioni temporanee) di un certo paese (ad esempio la Francia), si calcola la quota sul flusso definitivo (esportazioni definitive). Si calcola poi la stessa quota per l'area dell'euro, ossia, sempre con riferimento all'esempio, la quota delle esportazioni temporanee dell'Area Euro sulle esportazioni definitive, sempre dell'Area Euro. Infine si calcola il rapporto delle due quote. Nel 1990 questo indice era pari a 1,27. Un indice superiore a "1" indica una

“specializzazione” del paese (la Francia) nel flusso temporaneo considerato (esportazioni temporanee). La Francia è specializzata sia nel TPP che nel TPA, La Germania nel TPP, il Regno Unito nel TPA, l'Italia in nessuno dei due. Queste differenze riflettono, in larga misura, la diversa distribuzione delle filiali di multinazionali. Almeno in parte, infatti, gli scambi legati al traffico perfezionamento sono scambi all'interno dell'impresa (*intra-firm*). UK e Irlanda sono destinazioni privilegiate di investimenti diretti all'estero di multinazionali statunitensi e giapponesi che danno luogo a traffico di perfezionamento attivo per i paesi di destinazione degli investimenti diretti all'estero (IDE). L'Irlanda ha una fortissima specializzazione nel TPA all'inizio del decennio, che denota il successo delle politiche adottate in quel paese per attirare IDE.

**TAB. 2.4: Indice di propensione comparata al traffico di perfezionamento nel 1990 e nel 2000**  
(dato del 2000 tra parentesi)

	Francia	Germ.	Italia	UK	Irlanda
Export temporaneo	1,27 (1,10)	1,19 (1,24)	0,86 (0,93)	0,62 (0,77)	0,43 (0,20)
Reimportazioni	1,48 (1,18)	1,74 (1,79)	0,69 (1,17)	0,28 (0,48)	0,02 (0,03)
Import temporaneo	1,62 (2,62)	0,56 (0,76)	0,87 (0,94)	1,27 (1,37)	3,26 (0,77)
Riesportazioni	1,26 (1,88)	0,84 (1,00)	0,42 (0,35)	1,47 (1,42)	3,01 (2,47)

Fonte: S. Baldone, F. Sdogati, L. Tajoli "La posizione dell'Italia nella frammentazione dei processi produttivi" in ICE-Istat, *L'Italia nell'economia internazionale*, Roma, 2001

## 8. L'internazionalizzazione delle PMI

Il processo “classico” di internazionalizzazione d'impresa è la deverticalizzazione della produzione di grandi imprese multinazionali che si manifesta come investimento diretto all'estero. Come si è detto, tuttavia, questa non è l'unica forma di internazionalizzazione. Anche le piccole e medie imprese (PMI) infatti, possono



intraprendere un percorso di internazionalizzazione. Sono, in un certo senso, “naturalmente” internazionalizzate le imprese di minori dimensioni localizzate in paesi emergenti che agiscono da sub-fornitrici di imprese localizzate nei paesi avanzati. L’internazionalizzazione delle PMI dei paesi più industrializzati, invece, non può riguardare, per definizione, la singola piccola impresa ma richiede la formazione di una certa *massa critica* in un sistema produttivo integrato. Inoltre, essa non può assumere la forma di investimento diretto all’estero ma piuttosto quella della realizzazione di rapporti di sub-fornitura con produttori esteri, prevalentemente anch’essi di piccole dimensioni.

Il fenomeno ha particolare interesse per il nostro paese, la cui economia è caratterizzata da un peso rilevante dei *distretti industriali*. Nel caso italiano infatti, l’integrazione internazionale dei distretti avviene mediante *outsourcing* internazionale di specifiche fasi di produzione realizzato attraverso accordi di sub-fornitura con produttori esteri. Questa internazionalizzazione è legata al traffico di perfezionamento nelle filiere industriali tipiche del *Made in Italy*.

Le PMI di queste filiere organizzano la propria presenza produttiva all’estero sul modello delle proprie relazioni locali (distrettuali). Ciò induce una correlazione molto forte tra esportazioni – di beni intermedi o semilavorati – finalizzate a ottenere un perfezionamento all’estero e successiva importazioni di beni finiti. In questo caso si tratta di traffico di perfezionamento passivo. Se invece i beni finiti vengono rivenduti all’estero, le transazioni associate non vengono contabilizzate come traffico di perfezionamento passivo.

I processi di internazionalizzazione delle PMI generano, almeno nel breve periodo, uno spiazzamento dell’attività di sub-fornitura locale, con impatto diretto negativo sull’occupazione nel distretto in Italia. D’altro canto, come si è detto,

l’internazionalizzazione incentiva la ricerca di efficienza e competitività non di prezzo (vedi sopra) i cui effetti si manifestano nel medio periodo.

Questi fenomeni di internazionalizzazione non sono facilmente misurabili al contrario dei processi di delocalizzazione delle multinazionali che compaiono come IDE.

Lo studio di un caso interessante è stato condotto con riferimento al distretto del tessile-abbigliamento vicentino. Si tratta di un *cluster* di imprese che si sono specializzate nell’esportazione di tessuti e nell’importazione di abbigliamento.

La TAB. 2.5 mostra la composizione delle importazioni e delle esportazioni del distretto.

**TAB. 2.5: Composizione delle importazioni e delle esportazioni del distretto del tessile-abbigliamento vicentino nel 1997 (valori %)**

	Import.	Esport.
Filati e cascami	16,7	11,2
Tessuti	9,7	40,4
Maglieria	21,3	24,0
Cuciti	52,3	24,4

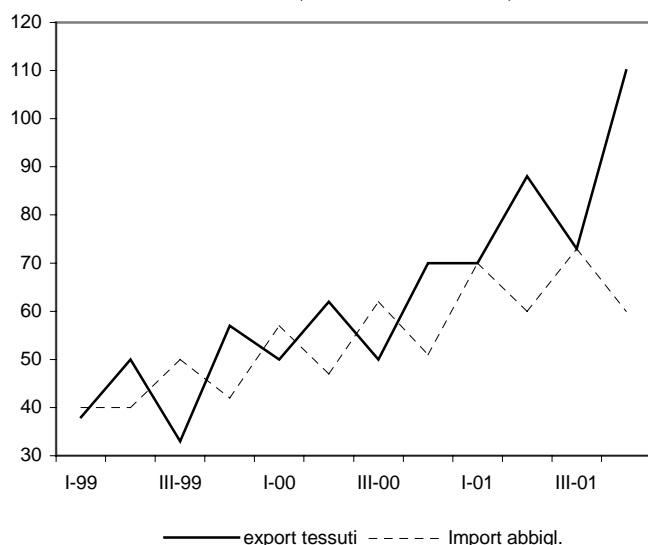
Fonte: G. Corò e M. Volpe “Processi di integrazione internazionale della produzione in un distretto del tessile-abbigliamento: problemi di analisi e implicazioni di policy”, *mimeo* 2002

Come si vede, le esportazioni riguardano, per oltre il 50%, filati e tessuti, ossia prodotti semilavorati destinati prevalentemente a una lavorazione di perfezionamento, mentre le importazioni riguardano per tre quarti circa la maglieria e i prodotti cuciti, ossia prodotti finiti. Siamo in presenza di un indizio non trascurabile di traffico di perfezionamento.

Un altro indizio, di immediata evidenza, si rileva dal grafico delle serie storiche delle esportazioni di tessuti verso la Romania e delle importazioni di abbigliamento dallo stesso paese riportato in FIG. 2.1. La Romania infatti è una delle mete privilegiate della delocalizzazione delle imprese

del distretto vicentino. Le due serie sono fortemente correlate, con i picchi delle esportazioni che anticipano i picchi delle importazioni di un periodo.

**FIG. 2.1: Interscambio tessuti-abbigliamento tra Italia e Romania nel distretto vicentino (in milioni di euro)**



### 9. Terziarizzazione e internazionalizzazione

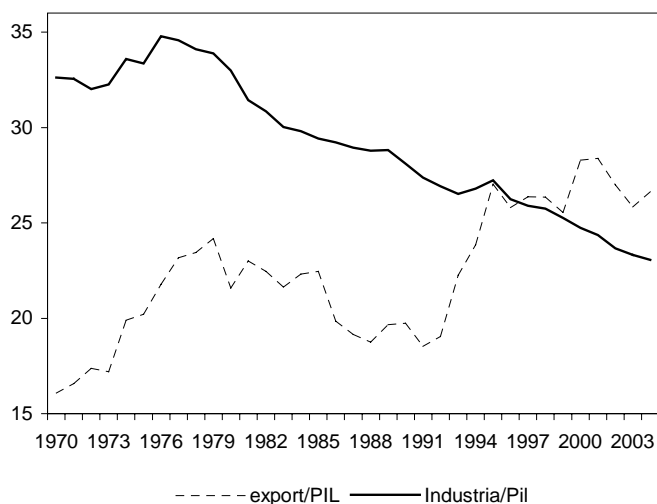
Quali sono gli effetti di queste tendenze sul grado di apertura all'estero di un sistema economico? In linea di principio, terziarizzazione e deindustrializzazione dovrebbero comportare una minore apertura sull'estero. Generalmente, infatti il settore terziario è considerato meno esposto alla concorrenza internazionale, sia per le caratteristiche intrinseche del prodotto di questo comparto – che rende necessariamente più difficile e meno diffuso il commercio internazionale (i servizi sono infatti generalmente classificati tra i *no-tradables*) – sia per un fattore di carattere strutturale: le forme di mercato prevalenti nel settore terziario sono caratterizzate da un elevato grado di potere di mercato che non favorisce la competitività internazionale. Man mano che

avanza la terziarizzazione, quindi, dovremmo aspettarci una riduzione della quota delle esportazioni sul PIL.

La predizione tuttavia è clamorosamente smentita dai dati, soprattutto per quanto riguarda l'Europa. La diminuzione della quota dell'industria sul PIL non si accompagna ad una diminuzione bensì ad un incremento della quota delle esportazioni sul PIL.

Concentrando l'attenzione solo sugli ultimi anni, ad esempio, osserviamo che la quota dell'industria in senso stretto sul PIL dell'area Euro è scesa dal 26% del 1991 a meno del 21% del 2004: 5 punti percentuali in meno in poco più di un decennio. Nello stesso arco temporale, la quota delle esportazioni sul PIL è salita dal 26% al 40% in Germania, dal 18 al 26% in Italia, dal 21 al 26% in Francia. Sia in Italia che in Francia, peraltro, tale quota ha raggiunto un picco del 30% nel 2001 seguito da un lieve ridimensionamento negli ultimi anni.

**FIG. 2.2: Italia, quote dell'export e del valore aggiunto dell'industria sul PIL**



Evidentemente, la tendenza di fondo alla globalizzazione e alla internazionalizzazione – favorita anche dal processo di integrazione

europea – ha avuto il sopravvento su quella alla terziarizzazione.

Occorre peraltro osservare che alcuni aspetti della terziarizzazione non sono necessariamente incompatibili con l'internazionalizzazione. In primo luogo alcuni servizi sono commerciabili internazionalmente e quindi almeno una parte della terziarizzazione non gioca a sfavore della internazionalizzazione del sistema produttivo ma la asseconda.

In secondo luogo, la deindustrializzazione del primo tipo – ossia l'*outsourcing* – porta in superficie il terziario per il settore produttivo che di per sé non indebolisce ma può giocare anzi un ruolo essenziale nel favorire l'apertura agli scambi internazionali e la competitività del sistema industriale.

Infine la deindustrializzazione del terzo tipo – ossia quella dovuta alla delocalizzazione – può comportare un elevato traffico di perfezionamento passivo, che gonfia i flussi di commercio estero perché si traduce in aumento sia dei flussi di (re)importazioni dei beni perfezionati all'estero sia di quelli di esportazione dei semilavorati da perfezionare all'estero. Probabilmente, ad esempio, l'incremento impressionante della quota delle esportazioni sul PIL in Germania è dovuta alla delocalizzazione delle imprese tedesche nei paesi dell'Est europeo e all'associato traffico di perfezionamento passivo.

In buona sostanza solo la deindustrializzazione del secondo tipo, quella da obsolescenza dell'apparato industriale e perdita di competitività, gioca contro l'aumento della quota delle esportazioni sul PIL.

## 10. Internazionalizzazione, delocalizzazione e competitività

La competitività di un paese, la sua capacità di vendere prodotti all'estero, continua quindi ad essere essenziale, assume anzi un peso crescente. Per affrontare il nodo dei rapporti tra internazionalizzazione e competitività, occorre partire dalla distinzione tra competitività di prezzo – catturata in buona sostanza dagli andamenti del tasso di cambio reale – e *competitività non di prezzo*, che ha assunto e sempre più assumerà in futuro un ruolo essenziale. Tra i fattori di competitività non di prezzo possiamo citare:

- competitività tecnologica;
- competitività strutturale;
- fattori di marchio, *brand*, moda, etc...

La *competitività tecnologica* si manifesta come incremento della produttività; essa è legata alla riorganizzazione produttiva volta ad accrescere l'efficienza ma anche alla capacità di innovazione di prodotto o di processo intesa all'aumento della qualità del prodotto.

La *competitività strutturale* è determinata invece dalla dotazione di capitale umano e infrastrutture di un paese, dalla capacità di tutela dei diritti di proprietà, dall'efficienza del sistema legale e del sistema fiscale.

Sui *fattori di marchio, brand, moda, etc.* non occorre soffermarsi a lungo, anche perché fin troppo se ne è parlato – con enfasi eccessivamente ottimistica – a come peculiari fattori di competitività del *Made in Italy*.

L'internazionalizzazione favorisce soprattutto il primo tipo di competitività non di prezzo. Per accrescere la competitività tecnologica, occorrono innanzitutto investimenti in Ricerca e Sviluppo. La competitività tecnologica, poi, può avere un effetto indiretto sulla competitività di prezzo inducendo, una diminuzione o una minor

velocità di crescita dei prezzi interni attraverso l'aumento della produttività, e quindi un deprezzamento del cambio reale a parità di cambio nominale e di prezzi esteri.

Il decentramento produttivo e la delocalizzazione aiutano la competitività non di prezzo di tipo tecnologico perché consentono un più efficiente utilizzo delle risorse produttive e quindi un aumento di produttività.

Nel secondo dopoguerra la leadership tecnologica era indiscussa. Esistevano paesi innovatori o *high tech* – tipicamente gli USA – e paesi *low tech*, che potevano sperare solo di imitare o importare la tecnologia più avanzata nel corso

del processo di diffusione dell'innovazione, con un ritardo temporale sufficientemente lungo da lasciare inalterata la leadership stessa. Nel corso degli anni '90 il quadro è cambiato. Grazie alla globalizzazione la stessa distinzione tra paesi *high tech* e *low tech* ha sempre meno senso. Da questo punto di vista la delocalizzazione ha aiutato a sfumare la distinzione. Infatti essa ha favorito, come si è detto precedentemente, la dislocazione all'estero – tipicamente in paesi emergenti – di produzioni *high tech*. Con questi processi, la leadership tecnologica viene meno più rapidamente ossia l'innovazione si diffonde più rapidamente.

### 3. LA MANOVRA DI FINANZA PUBBLICA

I risultati di finanza pubblica per il 2005, come emergono dai dati di pre-consuntivo, mostrano che nessuno degli obiettivi originari programmatici è stato realizzato. Le spese primarie sono aumentate a ritmi sostenuti e le entrate tributarie, considerando la crescita zero prevista per quest'anno, sono rimaste stabili al livello del 2004. Di conseguenza, sono peggiorati i saldi ed è aumentato il rapporto debito/PIL. Lo scenario tendenziale per il 2006 è incompatibile con gli impegni assunti in sede europea e richiede una manovra correttiva del deficit, dell'ordine degli 11,5 miliardi di euro. Le disposizioni contenute nel disegno di Legge Finanziaria e nel decreto fiscale 203/2005 prevedono riduzioni nette di spesa rispetto alla legislazione vigente per 10,5 miliardi (risultanti da riduzioni per 14,9 miliardi e aumenti per 4,4 miliardi) e aumenti nette di entrate per 1,0 miliardi (risultanti da aumenti per 4,3 miliardi e riduzioni per 3,3 miliardi). Tali misure appaiono però, nel loro insieme, inadeguate a perseguire sia la correzione dei conti pubblici sia il rilancio dell'economia. Nelle pagine che seguono, si discutono innanzitutto i risultati attesi per il 2005. In secondo luogo, si analizza la manovra proposta per il 2006 e se ne mettono in luce gli aspetti più critici.

#### 1. Il pre-consuntivo 2005

Il 2005 non sarà ricordato come un anno felice per la finanza pubblica, ma la cosa non sorprende, se si considerano l'eccessivo ottimismo sull'andamento dell'economia sul quale era fondato l'obiettivo del deficit pubblico, l'inefficacia di gran parte della manovra di bilancio (compresa la *regola del 2%*) ed errori (?) di previsione sulla crescita di alcuni rilevanti

comparti di spesa (si veda Osservatorio Monetario 3/2004).

Il peggioramento dei conti pubblici è ben messo in evidenza nella TAB. 3.1.

La pressione tributaria, al netto delle imposte *una tantum*, resta ferma al 28% del PIL; aumenta invece la pressione contributiva dal 12,9 al 13,2% del PIL.

Le spese complessive sono previste invece crescere del 3,8%, in misura ben superiore al tasso d'inflazione. La crescita della spesa è determinata esclusivamente dalla dinamica delle spese correnti al netto degli interessi, posto che restano invariati in valori nominali gli oneri per interessi passivi e le spese di investimento. Le spese correnti primarie aumentano infatti del 4,7% (nel 2004 erano aumentate del 3,6%), per effetto dei maggiori oneri per il personale in servizio (+6,5%), per le pensioni (+3,5%) e per i consumi intermedi (+3,9%). All'aumento della spesa primaria ha contribuito il comparto della sanità, con un incremento del 5%. La scarsa crescita delle entrate e l'aumento consistente delle spese hanno causato il peggioramento di tutti i saldi del conto delle Amministrazioni Pubbliche. L'avanzo primario dovrebbe ulteriormente ridursi allo 0,6% del PIL (1,8% nel 2004), l'indebitamento netto dovrebbe collocarsi al 4,3% del PIL (3,2% nel 2004) e il disavanzo corrente (risparmio pubblico negativo) dovrebbe aumentare allo 0,7% del PIL (0,1% nel 2004). Il 2005 segnerebbe anche un aumento del rapporto tra debito pubblico e PIL, dal 106,6% al 108,2%.

Lo scenario appena descritto non è dunque roseo. Nessuno degli obiettivi è stato realizzato (avanzo primario al 2,6% del PIL e indebitamento netto al 2,7% del PIL; debito pubblico al 104,1% del PIL). Certamente si sono manifestati sul bilancio pubblico (soprattutto dal lato delle entrate) gli effetti della crescita zero

attesa per quest'anno, ma non in misura tale da giustificare il peggioramento dei conti pubblici. Questo discende anche da una gestione poco attenta (o non gestione?) della politica di bilancio.

**TAB. 3.1: Entrate e spese della P.A. nel 2004 e 2005 (miliardi di euro)**

	2004 cons.	2005 pre- cons.	Var. %
Entrate tributarie	388,9	388,7	-
- imposte <i>una tantum</i>	9,6	1,5	-83,3
Contributi sociali	174,8	182,1	4,2
Altre entrate	47,5	49,3	3,8
Entrate totali	611,2	620,1	1,5
Spese correnti netto interessi	530,9	555,7	4,7
- personale	148,2	157,8	6,5
- consumi intermedi	103,0	107,0	3,9
- pensioni	192,6	199,4	3,5
- altre	87,1	91,5	5,0
Interessi passivi	68,4	68,3	-
Spese correnti totali	599,3	624,0	4,1
- sanità	88,5	93,1	5,2
Spese in conto capitale	55,6	55,8	-
Spese totali netto interessi	586,4	611,5	4,3
Spese totali	654,8	679,8	3,8
Pressione fiscale (% PIL)	41,7	41,3	
Avanzo primario (% PIL)	1,8	0,6	
Risparmio pubblico (% PIL)	-0,1	-0,7	
Indebitamento netto (% PIL)	3,2	4,3	
Debito pubblico (% del PIL)	106,6	108,1	

Di fronte a risultati così negativi, lo scorso 15 ottobre il Governo ha varato una "manovrina di fine anno" da 1,9 miliardi di euro (pari a circa lo 0,1% del PIL), con un decreto taglia-spese, nel tentativo di riaggiustare i conti del 2005. Il provvedimento contiene tre proposte: un taglio del 30% alla spesa pubblica per beni e servizi, modifiche al trattamento degli ammortamenti e accelerazione delle dismissioni immobiliari.

In buona sostanza, i primi anni 2000 hanno vanificato gran parte degli sforzi per il risanamento compiuti nel corso degli anni '90. Nel 2005, la spesa pubblica complessiva assorbe il

49,2% del PIL a fronte del 46,6% del 2000; la spesa al netto degli interessi si colloca al 44,2% a fronte del 40,1% del 2000. L'unica voce di spesa che ha ridotto il suo peso sul PIL sono gli interessi passivi, dal 6,5% nel 2000 al 4,5% nel 2005. La pressione fiscale, al netto dei condoni, è scesa dal 42,3% al 41,3% del PIL.

E il futuro, come si vedrà, non appare più roseo.

## 2. Le previsioni 2006

Le previsioni tendenziali di finanza pubblica per il 2006 sono illustrate nel DPEF 2006-2009 (poi confermate nella Relazione previsionale e programmatica per il 2006) e sono state costruite sulla base delle ipotesi di seguito riportate.

**TAB. 3.2: Previsioni tendenziali, P.A. 2006 (miliardi di euro)**

	2006 prev.	Var. % su '05
Entrate tributarie	393,1	1,1
- imposte <i>una tantum</i>	0,2	-89,4
Contributi sociali	185,1	1,6
Altre entrate	49,3	-
Entrate totali	627,5	1,2
Spese correnti netto interessi	568,9	2,4
- personale	154,4	-2,1
- consumi intermedi	111,0	3,7
- pensioni	208,6	4,6
- altre	94,9	3,7
Interessi passivi	68,0	-
Spese correnti totali	636,9	2,1
- sanità	95,6	2,7
Spese in conto capitale	57,9	3,8
Spese totali netto interessi	626,8	2,5
Spese totali	694,7	2,2
Pressione fiscale (% PIL)	40,3	
Avanzo primario (% PIL)	0,1	
Risparmio pubblico (% PIL)	-1,0	
Indebitamento netto (% PIL)	4,7	

Per ciò che riguarda le entrate (TAB. 3.2), la pressione fiscale dovrebbe ridursi di circa un punto scendendo al 40,3% del PIL, tenendo conto dell'azzeramento delle imposte *una tantum*. I

contributi sociali aumenterebbero dell'1,6%, con una elasticità al PIL dello 0,4%. Le entrate complessive crescerebbero solo dell'1,2%.

Le spese complessive aumenterebbero del 2,2%, in quanto:

- a. la spesa di personale incorpora gli effetti della corresponsione dell'indennità di vacanza contrattuale;
- b. il numero dei dipendenti delle Amministrazioni pubbliche si riduce dello 0,5%;
- c. i consumi intermedi crescono del 3,7%, un po' meno del PIL nominale;
- d. la spesa sanitaria aumenta del 2,7%, scontando gli effetti della piena realizzazione delle misure di contenimento della spesa farmaceutica;
- e. le pensioni aumentano del 4,6%, tenendo conto delle nuove erogazioni, delle cessazioni e delle regole vigenti di adeguamento all'inflazione;
- f. la spesa per interessi passivi è stata valutata sulla base dei tassi *forward* rilevati dalla struttura per scadenze dei tassi di mercato;
- g. la spesa in conto capitale è stata stimata sulla base delle norme della finanziaria 2005, che prevedono un aumento delle autorizzazioni di cassa del bilancio statale pari al 2%.

Si determinano pertanto una riduzione dell'avanzo primario e un aumento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche, a legislazione vigente. Il primo scenderebbe allo 0,1% del PIL, il secondo aumenterebbe al 4,7% del PIL.

Le previsioni per il 2006 confermano la situazione critica della finanza pubblica italiana e quindi la necessità di una manovra correttiva che consenta di rispettare gli impegni assunti con il *Patto di stabilità e crescita*.

### 3. Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2006

Il DPEF 2006-2009 illustra gli obiettivi della politica di bilancio, che si inseriscono nel contesto più ampio degli obiettivi di politica economica, da raggiungere mediante cinque linee di intervento così individuate dal Governo:

- maggiori investimenti nelle infrastrutture materiali e immateriali e nelle aree strategiche del Paese;
- liberalizzazione dei mercati, semplificazione e riduzione degli oneri burocratici;
- alleggerimento del carico tributario;
- tutela del potere d'acquisto delle famiglie;
- aggiustamento strutturale dei conti pubblici.

Per quanto riguarda, in particolare, la correzione dei flussi di finanza pubblica (TAB. 3.3), gli obiettivi per il 2006 indicano, rispetto al pre-consuntivo del 2005, l'aumento dell'avanzo primario allo 0,8% del PIL, la riduzione dell'indebitamento netto al 3,8% del PIL e la riduzione del rapporto debito/PIL al 107,4%.

Il miglioramento dovrebbe rafforzarsi negli anni successivi.

**TAB. 3.3: Il quadro programmatico 2006-2008 (% del PIL)**

	2005	2006	2007	2008
Saldo primario	0,1	0,9	1,8	2,5
Indebitamento netto	4,7	3,8	2,8	2,1
Rapporto debito/PIL	108,1	107,4	105,2	103,6

Gli obiettivi per il 2006 richiedono una riduzione del deficit tendenziale di circa 11,5 miliardi di euro. Questa è l'entità della manovra correttiva. Se, invece, si tiene conto del complesso degli interventi prospettati nel disegno di legge finanziaria e nel decreto legge 203/2005, l'entità della manovra sale a circa 22 miliardi di euro. Di questi, 4 miliardi sarebbero destinati alla parte di manovra che il Governo definisce ordinaria (ad

esempio le proroghe di agevolazioni fiscali) e 6,2 miliardi sarebbero destinati agli interventi che il Governo definisce “straordinari”, vale a dire le misure per lo sviluppo e l’occupazione e il sostegno dei redditi delle famiglie meno abbienti.

#### 4. La manovra sulle spese

La manovra sulle spese per il 2006 è illustrata nella TAB. 3.4.

**TAB. 3.4: La manovra sulle spese per il 2006**  
(miliardi di euro)

<b>Minori spese</b>	<b>12,34</b>
- pubblico impiego	0,98
- consumi intermedi, consulenze	1,55
- contributi alla produzione	1,15
- contributi c/capitale alle imprese	1,20
- Patto di stabilità interno Regioni	1,10
- Patto di stabilità interno Comuni	2,02
- sanità	2,50
- riduzione investimenti Stato	0,36
- limiti spese investimento	0,34
- limiti tiraggi contabilità speciali	0,40
- altre	0,74
<b>Maggiori spese</b>	<b>2,74</b>
- pubblico impiego	0,53
- eccedenze di spesa	0,59
- fondo famiglia e sviluppo	1,14
- altre	0,48
<b>Minori spese nette ex articolato L.F.</b>	<b>9,60</b>
<b>Minori spese nette ex Tabelle L.F.</b>	<b>0,90</b>
<b>Totale minori spese nette</b>	<b>10,50</b>

I risparmi di spesa sono valutabili in 10,5 miliardi di euro, tenendo conto sia delle disposizioni contenute negli articoli del disegno di Legge Finanziaria, sia del contenuto delle Tabelle ad esso allegate (si veda infra).

Il contributo più rilevante alla riduzione del deficit proverrebbe dagli interventi nel comparto degli enti territoriali e nel comparto della sanità (per un totale di 5,6 miliardi di euro). Risparmi significativi si otterrebbero dalla riduzione dei

trasferimenti correnti e dei contributi in conto capitale alle imprese (2,35 miliardi). Altri risparmi deriverebbero dalla compressione dei consumi intermedi e delle spese per consulenze e di rappresentanza e dalla riduzione degli investimenti dello Stato.

***Patto di stabilità interno e spesa sanitaria.*** Per quanto riguarda gli enti territoriali, il disegno di Legge Finanziaria apporta ulteriori modifiche al Patto di stabilità interno, al fine di *rendere coerenti i flussi di spesa delle autonomie territoriali con gli obiettivi di finanza pubblica per il triennio 2006-2008 in relazione agli obblighi assunti dalla repubblica in sede comunitaria.* La Legge Finanziaria per il 2005 aveva introdotto un vincolo alla crescita della spesa complessiva (corrente e in conto capitale) degli enti decentrati (Regioni, Province autonome, Province, Comuni con più di 3.000 abitanti e Comunità montane con più di 50.000 abitanti). Per il 2006, i vincoli agirebbero separatamente sulle due componenti. Per le Regioni, la spesa corrente, al netto delle spese per la sanità e per il personale e dei trasferimenti ad altri enti della P.A., dovrebbe al massimo essere pari alla spesa effettuata nel 2004 ridotta del 3,8%; le spese in conto capitale non potrebbero superare quelle sostenute nel 2004 aumentate del 6,9%. Per gli enti locali, la spesa corrente, al netto delle spese a carattere sociale, per il personale e dei trasferimenti ad altri enti della P.A., dovrebbe al massimo essere pari alla spesa effettuata nel 2004 ridotta del 6,7%; le spese in conto capitale non potrebbero superare quelle sostenute nel 2004 aumentate del 10%. Questa ennesima modifica delle regole del Patto di stabilità interno è stata giustificata dal Governo con la volontà di riqualificare la spesa degli enti territoriali, penalizzando le spese correnti a favore degli investimenti.



Per ciò che concerne il settore della sanità, la Relazione tecnica al disegno di Legge Finanziaria individua uno scostamento di 3,5 miliardi di euro tra il livello di finanziamento del SSN assicurato da Stato e Regioni, pari a 92,6 miliardi, e la spesa stimata, pari 96,1 miliardi. Su queste basi, si richiederebbe alle Regioni una manovra da 2,5 miliardi (lo Stato metterebbe a disposizione del SSN finanziamenti aggiuntivi per un miliardo).

**Pubblico impiego.** L'effetto netto atteso dalle disposizioni in materia di personale è pari a circa 450 milioni di euro. Le maggiori spese derivano: (a) dall'attribuzione ai dipendenti pubblici, per il biennio 2004-2005, dei benefici economici aggiuntivi (+0,7%) concordati con le organizzazioni sindacali, rispetto a quanto previsto dalle precedenti leggi finanziarie; (b) dalle nuove assunzioni (2.500 unità) per compiti di sicurezza e ordine pubblico; (c) dalla proroga dei contratti a tempo determinato, per alcune categorie; (d) dall'istituzione dell'area separata della vice-direzione da parte della contrattazione collettiva del comparto ministeri.

Queste maggiori spese sarebbero compensate dai risparmi derivanti dall'introduzione di limiti all'utilizzo di personale a tempo determinato (la spesa per il 2006 non dovrebbe superare il 60% della spesa sostenuta nel 2003) e dalla riduzione delle spese di personale degli enti territoriali.

**Altre disposizioni.** Ulteriori misure di contenimento della spesa concernono i consumi intermedi e le spese di consulenza e rappresentanza, con risparmi stimati in circa 1,6 miliardi di euro; la riduzione dei trasferimenti correnti e i contributi in conto capitale alle imprese, per 2,3 miliardi di euro; gli investimenti dello Stato per 360 milioni di euro. Infine, altri risparmi provverrebbero dalla limitazione dei pagamenti di ANAS

Spa (300 milioni di euro) per spese d'investimento e dei tiraggi dalle contabilità speciali (400 milioni di euro).

**Gli interventi straordinari.** Come si è accennato, il disegno di Legge Finanziaria contiene anche disposizioni per lo sviluppo e l'occupazione e per il sostegno dei redditi delle famiglie meno abbienti. In primo luogo, si propone la creazione per il solo 2006 del *Fondo famiglia e solidarietà*, con una dotazione di 1,14 miliardi di euro, per la realizzazione di interventi a favore delle famiglie e di solidarietà. Nulla è comunque detto sulla gestione di questo fondo, sul tipo di interventi o sui beneficiari. In secondo luogo, sempre per il solo 2006, ed in via sperimentale, verrebbe istituito un altro Fondo, alimentato da una quota pari al 5 per mille dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, da destinare a scopi di sostegno al volontariato, alla ricerca ed università e per le attività sociali svolte dai comuni di residenza dei contribuenti. L'operatività del Fondo verrebbe comunque rinviata al 2007, primo anno utile per analizzare le scelte dei contribuenti.

**Gli effetti delle Tabelle della Legge Finanziaria.** Parte integrante della manovra per il 2006, come per ogni manovra finanziaria, sono anche gli interventi che si attuano attraverso le tabelle della Legge Finanziaria (TAB. 3.5), i cui effetti si manifestano prima sul bilancio dello Stato e poi sui conti della P.A..

La Tabella A contiene le voci da includere nel Fondo speciale di parte corrente, per il finanziamento di nuove leggi nel corso del 2006. La Tabella C contiene gli stanziamenti relativi a leggi la cui quantificazione annua è demandata alla Legge Finanziaria. Per il 2006 la Tabella A introduce maggiori spese correnti per 452 milioni; la Tabella C riduce le autorizzazioni di

spesa per il 2006 fissate dalla Legge Finanziaria per il 2005 (che costituiscono la legislazione vigente 2006) per 2756 milioni, con un effetto netto sul bilancio dello Stato pari a – 2304 milioni di euro.

Le Tabelle B, D ed E riguardano le spese in conto capitale.

**TAB. 3.5: La manovra nelle tabelle della Legge Finanziaria (milioni di euro)**

	2006	2007	2008	P.A. 2006
	Tabella A			
Finanziaria 2006	452	489	505	
	Tabella C			
Finanziaria 2005	19.452	19.450	19.450	
Finanziaria 2006	16.786	15.583	15.577	
	-2.756	-3.957	-3.873	
Effetti su spesa corrente	-2.304	-3.468	-3.368	-1.800
	Tabella B			
Finanziaria 2006	474	385	356	
	Tabella D			
Finanziaria 2006	4.757	1.220	9.480	
	Tabella E			
Finanziaria 2006	-2.209	-1.040	-646	
Effetti su spesa c/capitale	+3.022	+565	+9.190	+900
	Tabella F			
Finanziaria 2005	22.640	17.336	33.664	
Finanziaria 2006	15.997	10.642	60.467	
Rimodulazioni	-6.643	-6.694	+26.803	

La Tabella B indica le voci da includere nel Fondo speciale di conto capitale, la Tabella D contiene nuove spese per il finanziamento di programmi di sostegno dell'economia, la Tabella E indica invece il definanziamento di programmi di spesa, riducendo le autorizzazioni definite da precedenti leggi. Per il 2006, l'effetto netto sul bilancio dello Stato è un aumento della spesa in conto capitale pari a 3022 milioni di euro.

Infine, la Tabella F contiene gli importi da iscrivere in bilancio per le autorizzazioni di spesa di leggi pluriennali. Non reca né riduzioni né aumenti di spesa, in quanto è costruita sulla base della legislazione vigente, ma mostra gli effetti delle cosiddette rimodulazioni, ovvero lo spostamento al futuro di autorizzazioni di spesa. Gli importi delle variazioni in aumento o riduzione delle spese rispetto agli importi risultanti dalla legislazione vigente (registrati nel bilancio dello Stato in base al criterio finanziario e autorizzativo) devono essere tradotti in importi rilevanti per i conti delle Amministrazioni Pubbliche, rilevanti per il calcolo del deficit. Questa trasformazione si basa sull'esperienza storica. In assenza delle indicazioni che dovrebbero essere contenute nel DPEF, si può stimare per le spese correnti un coefficiente di realizzazione intorno all'80% delle variazioni per il 2006 e per le spese in conto capitale pari al 30% delle somme complessivamente autorizzate. Per il 2006, si dovrebbe quindi avere un effetto netto di riduzione della spesa pari a circa 900 milioni di euro, derivanti da minori spese correnti per 1800 milioni e maggiori spese in conto capitale per 900 milioni.

**TAB. 3.6: La manovra sulle entrate per il 2006 (miliardi di euro)**

	2006
<b>Maggiori entrate</b>	<b>4,26</b>
- taxa sulle reti (?)	0,80
- rivalutazione beni d'impresa	0,92
- giochi	0,70
- effetti D.L. 203/2005	1,84
<b>Minori entrate</b>	<b>3,30</b>
- proroga agevolazioni fiscali	1,20
- eliminazione taxa brevetti	0,10
- riduzione cuneo contributivo	2,00
<b>Maggiori entrate nette</b>	<b>0,96</b>

## 5. La manovra sulle entrate tributarie e contributive

Alla manovra sulle spese è affiancata una manovra sulle entrate che dovrebbe portare maggiori introiti netti per poco meno di 1 miliardo di euro (TAB. 3.6). Le maggiori entrate deriverebbero per lo più dalle misure predisposte dal D.L. 203/2005, in corso di conversione in legge.

**Lotta all'evasione e interventi sulle procedure di riscossione.** Il D.L. 203/2005 introduce nuove norme per la lotta all'evasione fiscale e modifica il sistema di riscossione dei tributi. Per quanto riguarda il recupero di imponibili, vengono innanzitutto coinvolti i Comuni, attraverso la previsione a loro favore di una quota di partecipazione all'accertamento fiscale, pari al 30% delle somme riscosse a titolo definitivo relative ai tributi erariali.

Verrebbe poi potenziata l'attività dell'Agenzia delle Entrate e dell'Agenzia delle Dogane, attraverso l'assunzione di nuovo personale, sia a tempo indeterminato sia con contratti di formazione-lavoro, per un totale di 1.800 unità, da destinare principalmente alle aree del Centro-Nord, che sarebbero particolarmente carenti di organico. Il recupero di gettito atteso per il 2006 è indicato in 325 milioni di euro. Altri 300 milioni di euro dovrebbero derivare dall'attuazione del nuovo sistema di riscossione dei tributi, il quale prevede l'eliminazione delle società concessionarie del servizio nazionale della riscossione. Questa decisione discende, come è argomentato nella Relazione al disegno di legge di conversione del decreto, dalla constatazione dei risultati estremamente deludenti dell'attività delle concessionarie, con capacità di riscossione delle somme iscritte a ruolo pari al massimo al 5-6% del carico riscuotibile. "... il valore aggiunto derivante dall'attività esecutiva svolta dai concessionari è praticamente

*inesistente ...*". Il servizio di riscossione coattiva verrebbe affidato ad una società per azioni di proprietà pubblica, costituita dall'Agenzia delle entrate e dall'INPS, denominata Riscossione Spa (il decreto contiene norme molto dettagliate per regolare il passaggio dal vecchio al nuovo sistema).

**Ampliamento delle basi imponibili.** Queste misure, che dovrebbero portare 1,5 miliardi di euro nelle casse del fisco, riguardano prevalentemente i redditi d'impresa, del settore bancario e del settore assicurativo: limitazione dell'applicazione della cosiddetta *participation exemption*; introduzione di norme anti-elusive, per contrastare le cessioni di partecipazioni che consentono la percezione di dividendi esenti e la deduzione di minusvalenze da realizzo; modifica della base imponibile dell'IRAP, dovuta dalle imprese di assicurazione, rendendo irrilevanti, come per il settore bancario, gli accantonamenti, le rettifiche di valore e le riprese di valore su crediti verso la clientela; riduzione, per le imprese di assicurazione, della deducibilità della variazione della riserva sinistri relativa ai contratti dei rami danni; riduzione per le banche della deducibilità delle svalutazioni dei crediti.

**Tassa sulle reti e altre misure di aumento delle entrate.** L'art. 42 del disegno di Legge Finanziaria propone l'istituzione, a decorrere dal 1° gennaio 2006, di una addizionale erariale al canone e alla tassa per l'occupazione di spazi ed aree pubbliche con grandi reti di trasmissione dell'energia, quali energia elettrica e gas. L'addizionale sarebbe a carico dei proprietari delle condotte, per un'entità da determinarsi con decreto del Ministro dell'Economia e tale da produrre un gettito di 800 milioni di euro nel 2006. In realtà, è molto probabile che l'imposta sulle reti non verrà istituita e il maggiore gettito sarà recuperato estendendo al 2006 la riduzione

degli ammortamenti già prevista nel Decreto 203 del 15 ottobre scorso.

Infine, maggiori introiti dovrebbero derivare dall'estensione delle disposizioni sulla rivalutazione volontaria dei beni posseduti dalle imprese (circa 602 milioni di euro) e delle aree fabbricabili (circa 311 milioni di euro). Altri 700 milioni di euro proverrebbero dal settore giochi e scommesse.

**Sgravi fiscali.** Come di consuetudine, il disegno di Legge Finanziaria proroga tutta una serie di agevolazioni fiscali in alcuni settori (accise sulle emulsioni stabilizzate e sul metano per usi industriali e civili, benefici fiscali per interventi di recupero del patrimonio edilizio, aliquota IRAP all'1,9% nei settori dell'agricoltura e della pesca, ecc.). Ad esse si accompagna l'estensione della clausola di salvaguardia, che permetterebbe ai contribuenti di scegliere tra l'IRPEF attuale, quella del 2002 e quella del 2004, a seconda di quale risulti più favorevole. Altre disposizioni riguardano l'abolizione della tassa sui brevetti, la deducibilità integrale dall'IRES di erogazioni liberali in favore di università ed enti di ricerca pubblici, la non imponibilità dei proventi conseguiti da università ed enti di ricerca pubblici nello svolgimento di attività commerciali conformi agli scopi istituzionali. Infine, l'intervento più cospicuo in materia di agevolazioni fiscali concerne la riduzione di un punto dei contributi sociali, con una perdita di gettito stimata in 2 miliardi di euro (cosiddetta riduzione del *cuneo contributivo*).

## 6. Una manovra che non c'è?

Come valutare la manovra per il 2006? In realtà, la domanda sarebbe un'altra: quella per il 2006 è una manovra per lo sviluppo, l'occupazione e il sostegno dei redditi e, allo stesso tempo, come

sostiene il Governo, di correzione strutturale dei conti pubblici? La risposta non può essere affermativa, sotto nessuno dei due profili.

Consideriamo innanzitutto la parte straordinaria della manovra. Gli interventi per lo sviluppo e l'occupazione ammonterebbero a 2 miliardi di euro di riduzione del cuneo contributivo. Ma dal punto di vista delle imprese, al taglio dei contributi sociali si accompagnerebbe comunque una riduzione dei trasferimenti correnti per 1,2 miliardi di euro, con un saldo a loro favore per 800 milioni di euro.

Il disegno di Legge Finanziaria propone poi la creazione del Fondo innovazione, di entità cospicua, 3 miliardi di euro, che dovrebbe finanziare i progetti individuati dal Piano per l'innovazione, la crescita e l'occupazione, elaborato nel quadro del rilancio della strategia di Lisbona, a seguito del Consiglio Europeo del giugno 2005. L'effettiva istituzione del Fondo innovazione è però esplicitamente subordinata all'acquisizione di 3 miliardi di euro da dismissione o alienazione di beni dello Stato. Si tratta di entrate molto aleatorie (quanta parte delle dismissioni previste per il 2005 è andata a buon fine?) e ciò mette seriamente in dubbio l'effettiva attuazione delle politiche per lo sviluppo, a meno poi di finanziarle in parte in disavanzo.

Infine, restano 1,2 miliardi di euro per il Fondo famiglia e sviluppo, del quale non si sa assolutamente nulla.

Pertanto, questa Legge Finanziaria non prospetta una manovra che possa dare un effettivo impulso all'attività economica e quindi all'occupazione.

Le maggiori entrate nette previste dalla manovra ammontano a poco meno di un miliardo di euro. La riduzione del deficit è quindi affidata soprattutto alle misure di contenimento della spesa. Anche su questo fronte non c'è nulla di diverso e di più incisivo di quanto sia stato fatto con le ultime leggi finanziarie.



Le misure che riducono il deficit sono pari a 19,2 miliardi, quelle che lo aumentano sono pari a 7,7 miliardi. L'effetto netto è di 11,5 miliardi. Sommate in valore assoluto risulterebbero 26,9 miliardi, una cifra simile a quella vantata dal governo ma non c'è chi non veda che la somma di valori assoluti serve solo all'auto apprezzamento.

Alcune di queste misure, come i tagli proposti per i Ministeri o altre riduzioni di spesa avrebbero un effetto di rimbalzo (aumenterebbero le spese) sul disavanzo del 2007 e del 2008; certamente non si tratta di misure strutturali. Le disposizioni sul pubblico impiego avrebbero un effetto netto quasi nullo, al blocco delle assunzioni in alcuni comparti, si affiancherebbero le nuove assunzioni nei settori della pubblica sicurezza e della lotta all'evasione.

Come avvenuto con la finanziaria per il 2005, lo sforzo maggiore per il risanamento verrebbe richiesto al sistema di finanza decentrata, regioni ed enti locali, ai quali si impone una riduzione della spesa (esclusa la spesa sociale, il personale e la sanità) rispetto ai livelli del 2004. Alle Regioni verrebbe anche richiesto di reperire risorse per 2,5 miliardi di euro per finanziare la maggiore spesa sanitaria.

La manovra finanziaria per il 2006 appare quindi inefficace *ex ante*; salvo piacevoli sorprese (da dove dovrebbero arrivare?), è molto probabile che i conti pubblici continuino a peggiorare, con la conseguente necessità, in un futuro prossimo, di una vera manovra correttiva, con tagli robusti alle spese e aumenti della pressione tributaria.

#### 4. CONCENTRAZIONE E CONCORRENZA TRA LE BORSE EUROPEE

Il settore delle Borse in Europa ha vissuto alcune operazioni di concentrazione nel recente passato: la più rilevante è forse la fusione delle borse di Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona nella società Euronext; più recente è l'acquisizione di MTS da parte di Borsa Italiana e di Euronext. Accanto a queste operazioni di integrazione orizzontale, si assiste ad operazioni di integrazione verticale: l'acquisizione di Monte Titoli da parte della Borsa Italiana è solo un esempio. Allo stesso tempo sono nati mercati alternativi a quelli ufficiali<sup>1</sup>. In prospettiva, l'abolizione dell'obbligo di concentrazione – previsto dalla seconda Direttiva sui servizi finanziari – consentirà agli intermediari di “internalizzare” gli ordini di negoziazione, ponendosi così in concorrenza con i mercati di borsa.

Anche la *governance* dei mercati è in rapida evoluzione. La tendenza alla privatizzazione dei mercati tradizionalmente pubblici è comune a tutti i paesi. Tuttavia, permangono differenze tra mercati controllati dagli intermediari (è il caso della Borsa italiana) e mercati che hanno assunto la veste di *public companies* quotate (ad esempio la Borsa tedesca, Euronext ed il LSE).

Questi processi pongono delicati problemi di analisi e di intervento delle autorità. Sul piano analitico, si pone il problema di capire come nel prossimo futuro si andrà modificando l'assetto industriale del settore borsistico in Europa, e quali saranno gli effetti di tale evoluzione sul benessere collettivo: il mercato sta

---

<sup>1</sup> L'italiano TLX ne è un esempio, sebbene sia divenuto un mercato regolamentato (mentre EuroTLX è tuttora un mercato organizzato).

spontaneamente evolvendo verso un assetto ottimale, oppure ci sono situazioni inefficienti e/o posizioni di rendita? La risposta a questo quesito è di cruciale importanza per le autorità, che sono chiamate a disegnare le regole del gioco e ad intervenire nei casi in cui le iniziative private generino restrizioni alla concorrenza<sup>2</sup>.

Dal dibattito in corso emerge una prima indicazione: l'analisi della configurazione industriale, nel settore dei mercati finanziari, non si può limitare a considerare le strutture di *trading*, ma deve coinvolgere anche le strutture di *post-trading*. La negoziazione in senso stretto è solo una delle varie fasi di un processo complesso: tutte queste fasi sono essenziali per il perfezionamento di uno scambio. Perciò, l'offerta di servizi di scambio comprende l'offerta di una pluralità di servizi tra di loro complementari.

Per questa ragione, il capitolo comincia con una rapida illustrazione delle diverse fasi di uno scambio di strumenti finanziari. Verranno poi analizzati i fattori alla base delle operazioni di concentrazione orizzontale e verticale, cercando di individuarne gli aspetti positivi – in termini di efficienza – ed i problemi che esse pongono – in termini di limitazione alla concorrenza. Successivamente, verrà illustrato l'assetto dei mercati di borsa in alcuni paesi europei, approfondendo l'esame di un caso: quello relativo al LSE, oggetto di offerte di acquisizione da parte di Euronext e della Borsa tedesca. Infine – dopo avere riportato gli

---

<sup>2</sup> In Italia, l'AGCM ha recentemente avviato un'indagine conoscitiva sul settore del *trading* e del *post-trading* di strumenti finanziari. La delibera (14/9/2005) sottolinea l'elevato grado di integrazione verticale del settore ed il ristretto numero di offerenti presenti nel nostro paese.

obiettivi espressi dalla Commissione UE nella sua Comunicazione sul *post-trading* – tenteremo di trarre alcune conclusioni, sottolineando gli aspetti più critici dell'evoluzione in corso nel settore.

### 1. Le fasi dello scambio di strumenti finanziari

Lo scambio di titoli sui mercati finanziari richiede diversi passaggi: *listing* (questa è in realtà una fase preliminare allo scambio), *trading*, *clearing*, *settlement*, *custody* (le ultime tre fasi costituiscono il cosiddetto *post-trading*)<sup>3</sup>.

**Listing.** Il gestore del mercato effettua un esame delle società e degli strumenti finanziari di cui si richiede la quotazione. E' una fase essenzialmente di raccolta di informazioni e di selezione, sulla base di criteri predefiniti. In molti paesi – tra cui l'Italia – le autorità di supervisione hanno delegato questa funzione alle società che gestiscono i mercati regolamentati: queste hanno quindi la possibilità di imporre i requisiti necessari per la quotazione (*self-regulation*). Le società che desiderano essere ammesse al listino di un mercato azionario pagano una *listing fee* iniziale ed una periodica.

**Trading.** E' la fase in cui domanda e offerta si incontrano, dando luogo al contratto di scambio, nel quale si stabiliscono il tipo, la quantità ed il prezzo del titolo scambiato. La microstruttura del mercato determina le modalità di ricerca della controparte e di formazione del prezzo. La tendenza prevalente sui mercati azionari organizzati vede l'affermarsi di mercati elettronici *order-driven*, dove gli ordini di acquisto-vendita vengono esposti e incrociati su di un libro elettronico (*order book*), sul quale è

possibile leggere la curva di domanda e di offerta di ciascun titolo quotato.

**Clearing.** Questa fase prevede anzitutto un controllo incrociato degli ordini eseguiti sul mercato (*matching*), in modo che non vi siano errori. Le obbligazioni dei partecipanti allo scambio vengono esattamente ed irrevocabilmente definite. Ove prevista, in questa fase avviene la compensazione: per ciascun partecipante viene stabilito il saldo multilaterale degli ordini da esso immessi, che costituisce la sua posizione (positiva o negativa) verso il sistema per ciascuno strumento scambiato. Il gestore del mercato può anche porsi come controparte diretta di tutti i partecipanti, accollandosi così il rischio di regolamento (servizio di controparte centrale – CCP).

**Settlement.** I titoli oggetto dello scambio vengono effettivamente trasferiti dal venditore all'acquirente, mentre il corrispettivo in denaro viene trasferito dal secondo al primo. Per entrambe le "gambe" della transazione, il regolamento può avvenire su base netta oppure lorda: nel primo caso si procede all'effettivo regolamento solo del saldo multilaterale di ciascun partecipante, mentre nel secondo caso ogni ordine dà luogo ad un trasferimento di titoli e/o di denaro.

**Custody.** Il servizio di custodia prevede il deposito dei titoli (sebbene dematerializzati) in un conto presso un'istituzione specializzata o un intermediario finanziario. Al momento dell'emissione, i titoli vengono generalmente depositati presso un depositario centrale (Central Security Depository – CSD), che detiene la funzione "notarile" di registrare la proprietà dei titoli.

<sup>3</sup> La terminologia inglese mi sembra più chiara e meno soggetta ad equivoci di quella italiana.

## 2. Integrazione orizzontale

Alla base del processo di integrazione orizzontale si può intravedere un fattore di spinta fondamentale: l'effetto di rete. Pensiamo ad un soggetto che, in un determinato istante, immetta sul mercato un ordine di vendita di uno specifico titolo, con limite di prezzo. Quanto maggiore è il numero di partecipanti al mercato, tanto maggiore è la probabilità che, in quello stesso istante, un ordine di segno opposto – e con condizioni di prezzo compatibili – sia stato immesso sul mercato e possa essere incrociato con il primo, dando luogo ad uno scambio. L'utilità di ciascun partecipante al mercato è quindi una funzione crescente del numero di partecipanti al mercato stesso. Questo fenomeno va sotto il nome di “esternalità di rete”: la partecipazione di ciascuno ha un effetto positivo sulla utilità degli altri.

In altri termini, l'aumento dei volumi scambiati consente di accrescere la liquidità del mercato, limitando l'impatto di prezzo di un ordine di acquisto/vendita di dimensioni rilevanti – consentendo così al mercato di avvicinarsi il più possibile all'assetto concorrenziale, dove ciascuno è *price-taker*.

La concentrazione degli scambi in un unico mercato favorisce anche la significatività del prezzo delle attività finanziarie. Se tutti immettono i loro ordini su di un unico mercato, sulla base delle informazioni loro disponibili, l'efficienza informativa del mercato è maggiore rispetto al caso in cui gli scambi siano frammentati su più mercati.

L'effetto di rete non è limitato alla fase del trading, ma si estende anche alle varie fasi del *post-trading*. Se tutti i partecipanti ad un mercato aderiscono alla stessa struttura di *post-trading*, due ordini di segno opposto vengono gestiti dalla medesima struttura. Se invece due

partecipanti allo scambio aderiscono a strutture diverse, il perfezionamento dello scambio richiede la creazione di collegamenti tra di esse, aumentando così i costi di transazione. Inoltre, la frammentazione degli scambi su più strutture di clearing riduce la portata della compensazione e del regolamento netto.

Dal punto di vista dell'*efficienza*, quindi, sembra desiderabile che tutti gli scambi si concentrino su di un unico mercato, con riferimento sia al *trading* che al *post-trading*. In prima approssimazione, questo è anche l'esito prevedibile di un gioco non cooperativo tra operatori razionali: ciascuno di essi, dovendo scegliere tra due mercati, è incentivato a scambiare nel mercato dove scambia la maggior parte degli altri; ciò conduce spontaneamente ad un equilibrio dove gli scambi sono concentrati su di un unico mercato<sup>4</sup>.

L'effetto di rete non solo porta ad una struttura industriale molto concentrata, ma è anche un forte limite alla contendibilità dei mercati di borsa. Rispetto ad un potenziale entrante, l'*incumbent* ha il vantaggio di partire da una situazione dove già dispone di una rete di partecipanti: questo rappresenta un formidabile ostacolo per chi voglia minacciare la posizione dominante di un mercato già affermato. L'esperienza europea sembra confermare questa tesi, con numerosi tentativi di entrata che non hanno avuto successo. Basti citare due episodi: (i) il Nasdaq Europe, creato nel 2001 con l'intento di attrarre le contrattazioni sulle azioni di *high tech companies* europee, cessò di operare nel 2003; (ii) il segmento DTS-LSE, lanciato dal mercato londinese nel 2004 per attrarre le contrattazioni sulle azioni di società olandesi, ne ha attratto solo una quota marginale.

---

<sup>4</sup> Si veda: M.Pagano, *Trading volume and asset liquidity*. *Quarterly Journal of Economics*, maggio 1989.



A livello internazionale, la contendibilità degli scambi sui titoli azionari è ulteriormente ridotta dal fatto che il mercato domestico è normalmente quello dove viene effettuato il *listing*: per ragioni informative, le imprese richiedono la quotazione (primaria) sul mercato domestico, dove sono più conosciute. L'evidenza empirica indica che il *cross-listing* ha poco successo: il mercato dove avviene la seconda quotazione (*secondary listing*) attrae una quota marginale degli scambi, che rimangono invece concentrati sul mercato di origine<sup>5</sup>.

Bisogna quindi rassegnarsi ad un mercato di borsa monopolistico e non contendibile? Non necessariamente. L'esperienza statunitense indica che, grazie alle moderne tecnologie, è possibile avere una pluralità mercati, in competizione tra di loro, i quali contribuiscono a formare un unico *pool* di liquidità. Ciò avviene essenzialmente mediante la condivisione delle informazioni sugli ordini di acquisto/vendita immessi sui diversi mercati in un dato istante: questi dati vengono immessi su di un unico "libro elettronico" (*central limit order book*), consentendo la visualizzazione e l'incrocio di ordini provenienti da mercati diversi. Questo sistema può limitarsi a fornire le informazioni necessarie per lo scambio (è il caso del National Best Bid and Offer) oppure gestire anche l'esecuzione degli scambi (come avviene nel Nasdaq)<sup>6</sup>.

Un secondo meccanismo che può creare un *pool* di liquidità tra mercati diversi è quello degli arbitraggi. In presenza di un disallineamento di

prezzo tra un mercato e l'altro, relativamente ad uno specifico titolo, un intermediario arbitraggista può porsi come contropartita degli ordini di acquisto/vendita sui due mercati, creando così indirettamente un collegamento tra di essi. Naturalmente, affinché questo meccanismo sia efficiente occorre che l'arbitraggio sia tecnicamente possibile a costi contenuti; l'assetto delle strutture di *post-trading* è rilevante sotto questo profilo.

### 3. Integrazione verticale

Abbiamo visto più sopra che lo scambio di strumenti finanziari comprende diverse fasi. In linea di principio, ciascuna di queste fasi può essere gestita da un soggetto diverso<sup>7</sup>. In alternativa, lo stesso soggetto (inteso come società-mercato o come gruppo di società) può offrire tutta la gamma dei servizi inerenti allo scambio, o una parte di essi: si assiste in questi casi ad un'integrazione verticale del settore. Anche nel caso dell'integrazione verticale – come per quella orizzontale – il *trade-off* tra efficienza e concorrenza emerge con evidenza. In presenza di operatori monopolistici nei diversi segmenti della catena produttiva, l'integrazione verticale ha il ben noto vantaggio di eliminare la doppia marginalizzazione (l'applicazione di un *mark-up* in ogni fase della catena). Inoltre, l'integrazione tra soggetti che offrono servizi di *trading* e di *post-trading* può consentire una maggiore efficienza tecnica, agevolando il passaggio da una fase all'altra del processo di scambio. In particolare, essa può

<sup>5</sup> Si veda: M.Halling - M.Pagano - O.Randl - J.Zechner, *Where is the market? Evidence from cross-listings*, CEPR Discussion Paper n. 4987, Aprile 2005.

<sup>6</sup> Per maggiori dettagli, si vedano: *Osservatorio monetario* n.2 - 2004 e *Borsa 2003* - Rapporto ref. sul mercato azionario.

<sup>7</sup> Un discorso particolare può essere fatto in relazione a *listing* e *trading*: generalmente queste due fasi sono gestite dallo stesso soggetto: un mercato regolamentato. Tuttavia, si noti che un mercato può limitarsi ad offrire – almeno per alcuni titoli – solo il servizio di *trading*, trattando titoli quotati su altri mercati. Inoltre, il *listing* potrebbe essere delegato a soggetti esterni, quali le agenzie di *rating*.

favorire l'introduzione di tecniche di automazione delle fasi di *post-trading*, riducendo così la necessità di interventi degli operatori successivi al *trading*: il cosiddetto *straight-through-processing* (STP) può contribuire a ridurre sensibilmente i costi del *back-office* per gli intermediari.

D'altra parte, un operatore verticalmente integrato si trova in una posizione che gli consente di limitare la concorrenza di altri operatori. Pensiamo al caso di una società-mercato, che offre servizi di *trading*, la quale acquisisca le strutture che offrono i servizi di *post-trading*. Essa potrebbe sfruttare questo legame proprietario per negare l'accesso alle strutture di *post-trading* – o per aumentarne artificialmente il costo – ad altri soggetti che intendano offrire il servizio di *trading* sugli stessi titoli: queste pratiche di *foreclosure* porrebbero i concorrenti (effettivi e potenziali) in una posizione di svantaggio competitivo. La limitazione della concorrenza, derivante dall'integrazione verticale, può riguardare anche l'offerta di servizi di *post-trading*: una società-mercato può essere incentivata ad imporre ai suoi aderenti di perfezionare gli scambi presso la struttura di *clearing* e *settlement* di cui è proprietaria, escludendo così la concorrenza di altre strutture di *post-trading*. In tutti questi casi, la tutela della concorrenza richiede un'attenta valutazione delle condizioni di accesso alle strutture di *post-trading*, al fine di evitare pratiche discriminatorie.

#### 4. L'attuale assetto del settore in Europa

Non vi è attualmente un modello prevalente in Europa. La configurazione industriale varia da casi di integrazione orizzontale (Euronext) ad altri di integrazione verticale (Borse tedesca e

italiana), ad altri ancora di non-integrazione (Londra).

**Euronext.** Nasce nel 2000 dalla fusione tra le Borse di Parigi, Amsterdam e Bruxelles. La *holding* (con sede legale in Olanda) possiede i mercati di ciascun paese. Nel 2002 Euronext acquisisce il mercato londinese dei derivati (LIFFE) e la Borsa portoghese. I quattro mercati *cash* sfruttano un'unica piattaforma elettronica e condividono le regole di *trading*. Un titolo ammesso alla negoziazione su di un mercato diviene scambiabile su tutti e quattro i mercati; inoltre, un aderente ad un mercato può effettuare scambi sugli altri mercati: questi si presentano quindi come un unico mercato dal punto di vista operativo. Euronext possiede anche una quota rilevante in LCH-Clearnet, struttura di *clearing* (41%, con diritti di voto limitati al 25%).

**Deutsche Borse (DB).** Il gruppo Borsa Tedesca rappresenta un caso di integrazione verticale (cosiddetto *vertical silo*). Fanno parte del gruppo l'infrastruttura di *clearing* (Eurex Clearing AG) e quella di custodia e *settlement* (Clearstream Banking AG).

**Borsa Italiana.** Rappresenta un altro caso di *silo* verticale. Fanno parte del gruppo la Cassa di Compensazione e Garanzia (CCG), che cura la fase di *clearing* (compresa la funzione di controparte centrale) e Monte Titoli (custodia e regolamento). Peraltro, Borsa Italiana ha dato vita quest'anno ad una operazione di integrazione orizzontale, grazie all'acquisizione – insieme a Euronext – del mercato all'ingrosso dei titoli di Stato MTS<sup>8</sup>.

**London Stock Exchange.** Il mercato londinese è rimasto estraneo alle operazioni di integrazione finora realizzate, nonostante i

---

<sup>8</sup> Per la precisione, questa operazione presenta anche connotati di integrazione verticale, dati i legami proprietari tra i due acquirenti e le strutture di *clearing* (CCG ed LCH-Clearnet) e di custodia e regolamento (Monte Titoli) di cui si serve MTS.

tentativi di acquisizione da parte della Borsa tedesca e di Euronext. Esso non ha legami proprietari con infrastrutture di *clearing* e di *settlement*. Nel 2004 LSE ha indetto un'asta per l'affidamento del servizio di clearing: LCH-Clearnet (peraltro già *incumbent*) è risultato vincitore.

## 5. Il caso LSE – DB – Euronext

La Borsa Tedesca (DB) annunciò nel dicembre 2004 di avere preso contatti con il mercato londinese LSE, in vista di una possibile offerta di acquisto. Nel marzo 2005 DB ritirò la sua offerta, riservandosi tuttavia di rilanciarla se un altro soggetto avesse avanzato una proposta di acquisto su LSE. Euronext espresse nel gennaio 2005 l'interesse in una possibile operazione di acquisizione del mercato londinese. A fronte di queste manifestazioni di interesse, la Competition Commission (CC) inglese ha avviato un'indagine, le cui conclusioni (preliminari) sono esposte in un documento pubblicato nell'agosto di quest'anno<sup>9</sup>. In questo paragrafo riassumiamo alcune conclusioni di quel documento.

Secondo la CC, l'effetto di rete genera rilevanti costi di *switching* nel settore del *trading*, dovuti alla difficoltà di spostare la liquidità da un mercato all'altro. Tuttavia, ciò non impedisce una competizione tra borse: è importante perciò che operazioni di integrazione orizzontale non eliminino questa forma di concorrenza, rappresentata eventualmente anche solo dalla minaccia di entrata di nuovi offerenti. Si noti che la concentrazione del *trading* presso alcune grandi *trading firms* favorisce la concorrenza tra borse: sarebbe infatti sufficiente, per un entrante, "convincere" un ristretto numero di soggetti a

spostare la loro attività dal mercato *incumbent* al proprio, al fine di sottrarre un sufficiente volume di liquidità.

Le operazioni di integrazione orizzontale sotto esame *non* comporterebbero una rilevante restrizione della concorrenza sotto questo profilo, poiché rimarrebbe comunque un numero sufficiente di potenziali entranti (compresi quelli di origine statunitense) sul mercato dei servizi di trading nel Regno Unito.

Tuttavia, l'accesso alle strutture di *post-trading* del mercato *incumbent* è cruciale, per assicurare che la concorrenza – effettiva o potenziale – di altri soggetti sia efficace. In mancanza di questo requisito, i concorrenti dovrebbero sostenere costi aggiuntivi, derivanti dal collegamento tra diverse infrastrutture e dalla necessità di effettuare la compensazione presso diverse controparti centrali (CCP).

Sotto questo profilo, entrambe le operazioni proposte darebbero luogo ad una rilevante restrizione della concorrenza. Ciascuno dei due acquirenti, infatti, è in condizioni di condizionare in misura determinante le strategie delle rispettive strutture di *clearing*, grazie a legami proprietari e di business. Se una delle due operazioni andasse in porto, questi legami si trasferirebbero alla nuova società-mercato, creando un'integrazione verticale tra *trading* e *clearing* anche nel mercato londinese. Ciò consentirebbe un utilizzo discriminatorio della struttura di *clearing*, aumentando i costi di accesso alle *trading firms* che volessero spostare la loro attività presso un altro mercato.

La stessa CC propone una lista di possibili rimedi, al fine di ottenere l'autorizzazione ad un'eventuale operazione di concentrazione. Schematicamente, essi sono di tre tipi:

- *Rimozione dell'integrazione verticale*. La società-mercato acquirente cede il controllo della struttura di *clearing*.

<sup>9</sup> *Proposed acquisition of LSE by DB or Euronext - Provisional findings report.*

- *Impegno alla non-discriminazione.* La nuova società-mercato si impegna a consentire ai concorrenti l'accesso, a condizioni non discriminatorie, alla sua struttura di *clearing*.
- *Rimozione dell'esclusiva.* Il nuovo mercato dovrebbe avere almeno due controparti centrali (CCP) perfettamente fungibili sul piano tecnico. I membri del mercato potrebbero scegliere a quale CCP rivolgersi.

In sintesi, l'integrazione orizzontale tra strutture di *trading* non rappresenta un problema di per sé, sotto il profilo antitrust, posto che rimangono sul mercato altri offerenti in grado di esercitare una concorrenza – almeno potenziale. Al contrario, l'integrazione verticale tra strutture di *trading* e di *post-trading* è vista come una seria minaccia alla concorrenza, poiché crea l'incentivo ad utilizzare le strutture di *post-trading* come barriere all'entrata nel mercato dei *trading services*.

## 6. La Comunicazione della Commissione Europea<sup>10</sup>

Nell'aprile 2004 la Commissione UE ha emanato una Comunicazione, relativa al settore del *post-trading*, nella quale dichiara di perseguire i seguenti obiettivi.

- *Liberalizzazione.* Ciascun operatore dovrebbe avere la possibilità di accedere liberamente alla struttura di *post-trading* che ritiene più conveniente.
- *Integrazione.* Le strutture nazionali dovrebbero essere collegate tra di loro. Le rimanenti barriere tecniche, legali e fiscali (individuate nei noti Rapporti Giovannini) dovrebbero essere completamente eliminate.

- *Armonizzazione regolamentare e mutuo riconoscimento.* Le regole prudenziali dovrebbero essere armonizzate, in modo che una struttura abilitata ad operare in un paese lo sia anche negli altri paesi della UE.
- *Politiche antitrust.* Il processo di integrazione orizzontale e verticale deve essere attentamente monitorato dalle autorità preposte alla tutela della concorrenza, al fine di evitare pratiche discriminatorie e abusi di posizione dominante.
- *Neutralità.* La Commissione intende essere neutrale, in relazione alla configurazione industriale del settore, che dovrà essere determinata dalle forze di mercato.

Queste finalità verranno perseguite, fra l'altro, con l'emanazione di un'apposita Direttiva.

## 7. Conclusioni

Il processo di integrazione orizzontale nel settore del *trading* di strumenti finanziari è presumibilmente destinato a proseguire; ad esempio, l'operazione che vede LSE come oggetto di acquisizione non è andata a buon fine, ma la "partita" non è ancora chiusa. Più sopra, abbiamo individuato nell'effetto di rete una spinta fondamentale in questa direzione, che induce a considerare positivamente queste operazioni come portatrici di maggiore efficienza.

La creazione di un mercato finanziario unico in Europa richiede una maggiore integrazione *cross-country* nel settore del *post-trading*. Qui la segmentazione tra le strutture nazionali – che generalmente godono di posizioni monopolistiche all'interno di ciascun paese – è ancora notevole. Ciò fa sì che i costi delle negoziazioni *cross-border* siano significativamente più elevati di quelle domestiche. Sotto

---

<sup>10</sup> *Clearing and settlement in the European Union – The way forward.*

questo profilo, le finalità espresse dalla Commissione UE nella sua Comunicazione sono condivisibili.

Forse sarebbe auspicabile una posizione più precisa, con riferimento alla struttura industriale del settore. La decisione (preliminare) della CC inglese sul caso LSE è più netta nel valutare negativamente l'integrazione verticale tra le strutture di *trading* e quelle di *post-trading*. In effetti, sembra fondata la preoccupazione che i legami verticali possano essere utilizzati per ridurre la competizione orizzontale, sia nella fornitura di servizi di negoziazione sia in quella di *post-trading services*. Naturalmente, alla base di questa affermazione vi è l'assunto che qualche forma di competizione in questi settori esista – o possa essere introdotta.

Nel settore del *trading*, i tentativi di entrata finora avvenuti non sono incoraggianti, anzi hanno dimostrato come i costi di *switching* sono elevati ed il grado di contendibilità dei mercati è basso. Tuttavia, tali tentativi hanno talvolta generato reazioni difensive degli *incumbents*<sup>11</sup>: ciò potrebbe indicare che la minaccia di entrata ha qualche credibilità ed è in grado di esercitare una pressione concorrenziale sugli *incumbents*.

In prospettiva, sarà interessante osservare se gli ATS e gli "internalizzatori" saranno effettivamente in grado di rappresentare una seria minaccia concorrenziale per i mercati regolamentati.

Nel settore del *post-trading*, la concorrenza tra sistemi alternativi è tuttora un obiettivo da perseguire, piuttosto che una realtà. Il raggiungimento dell'obiettivo è notevolmente ostacolato da una forte segmentazione orizzontale (monopoli nazionali, spesso legali) e dai legami verticali (proprietary e contrattuali). La rimozione di questi ostacoli appare quindi quanto mai opportuna.

Infine, si noti che i *silos* verticali rappresentano un ostacolo alle operazioni di integrazione orizzontale. Se una società-mercato è proprietaria delle strutture di *post-trading*, i suoi azionisti potrebbero temere che, in seguito ad una operazione di aggregazione con un altro mercato, la riallocazione del *business* che va dal *clearing* alla custodia e regolamento avvenga a scapito della proprie strutture, riducendo così la redditività del loro investimento<sup>12</sup>.

---

<sup>11</sup> E' il caso, ad esempio, del citato tentativo di LSE di attrarre le contrattazioni sulle azioni olandesi: nonostante il suo insuccesso, l'iniziativa ha indotto Euronext ad una significativa riduzione delle commissioni.

---

<sup>12</sup> Questo potrebbe essere stato il motivo che ha indotto alcuni azionisti rilevanti della Borsa tedesca a costringere il management della stessa a ritirare la proposta di acquisizione già lanciata sul LSE. A questo proposito, è utile ricordare che il *post-trading* rappresenta la quota preponderante del *business* del gruppo DB: il 40% dei ricavi deriva da Clearstream (custodia e regolamento), il 28% da Eurex (*clearing*), mentre dal *cash trading* deriva solo il 15% (dati del 2004).

## 5. L'ANDAMENTO DEI COSTI DELLE BANCHE ITALIANE NEGLI ANNI PIÙ RECENTI

Gli eventi macroeconomici che hanno interessato i mercati nel corso degli ultimi anni hanno spinto le banche a riflettere sulla propria struttura organizzativa in termini di redditività e di efficienza. L'aumento della volatilità dei mercati, la progressiva riduzione degli spread tra i tassi attivi e passivi e il clima concorrenziale che caratterizza il sistema bancario europeo ha spinto le banche a rivedere le proprie strategie agendo non soltanto sul lato dei ricavi, ma anche dei costi.

L'analisi dei bilanci dei gruppi bancari italiani mostra che, nel corso degli ultimi esercizi, tutte le banche hanno avviato programmi di *cost reduction* più o meno articolati; le strategie adottate dalla maggior parte delle banche evidenziano la volontà di gestire in maniera attiva tutti i costi, articolati nelle loro due principali componenti: i costi del personale e le spese amministrative.

Alla luce della progressiva globalizzazione, che ha interessato anche il settore bancario, e della maggiore competitività proveniente dalle banche estere, è anche interessante riflettere sul confronto tra il nostro sistema bancario e i principali *competitors* internazionali con riferimento all'andamento delle voci di costo nell'ultimo quinquennio.

### 1. I costi nei gruppi bancari italiani

I costi operativi vengono analizzati con riferimento ai dati di bilancio consolidato dei principali gruppi bancari italiani<sup>1</sup>. In particolare

<sup>1</sup> I dati sono tratti dal database Bilbank fornito dall'ABI che comprende i bilanci consolidati dei principali gruppi bancari italiani. L'analisi si basa sui

vengono analizzate le due principali componenti delle voci di costo: i costi del personale e le spese amministrative. Sono state condotte anche alcune riflessioni su due particolari sottogruppi, le *banche popolari* e le *banche maggiori*<sup>2</sup>, al fine di evidenziare le principali differenze in termini di capacità di adattamento della propria struttura ai cambiamenti e in termini di efficienza.

Nel sistema bancario italiano l'attenzione alle voci di costo è cresciuta significativamente soprattutto nell'ultimo quinquennio attraverso l'avvio di vari programmi finalizzati al loro contenimento. Ciò al fine di recuperare concorrenzialità e redditività rispetto ai principali *players* europei e rispetto ad un passato caratterizzato da livelli di redditività non competitivi, che non consentivano adeguati ritorni agli azionisti.

La progressiva contrazione del margine di interesse ha indotto le banche ad ampliare la gamma e la qualità dei servizi offerti alla clientela al fine di coprire tale riduzione con un aumento più che proporzionale del margine di intermediazione<sup>3</sup>. Tuttavia la minore efficienza del processo produttivo delle banche italiane (rispetto ai concorrenti europei) ha finito col determinare l'assorbimento di più della metà (61,5%) dei margini generati proprio dai costi operativi.

Da qui la decisione di introdurre, nei piani industriali, programmi di contenimento dei costi amministrativi finalizzati a ridurre di qualche punto percentuale il *cost-income*; infatti, si stima che una riduzione di 4-8 punti percentuali di tale rapporto equivalga ad un impatto potenzial-

dati relativi al periodo 1998 – 2004. Attualmente il campione è composto da 57 gruppi.

<sup>2</sup> Le *banche maggiori* sono, in ordine decrescente, Banca Intesa, Unicredit, SanpaoloIMI, Capitalia, Monte dei Paschi di Siena e BNL.

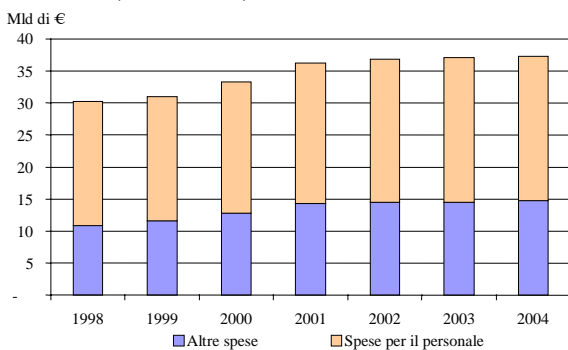
<sup>3</sup> Si veda al riguardo l'indagine condotta su Osservatorio Monetario 1/2005.

mente positivo sul ROE di circa 2-4 punti percentuali<sup>4</sup>.

A partire dagli anni Novanta le leve che hanno guidato i processi di riorganizzazione delle banche orientati al recupero della redditività e al contenimento dei costi sono essenzialmente riconducibili all'incremento della domanda di servizi finanziari (in seguito al processo di ricomposizione dei portafogli delle famiglie), allo sviluppo dell'*information technology* che ha modificato radicalmente il modo di lavorare, all'aumento della concorrenza conseguente alla progressiva globalizzazione e all'unificazione monetaria.

Nell'ultimo triennio i costi operativi delle banche italiane hanno rallentato la loro crescita: l'aumento rilevato risulta di entità trascurabile rispetto al periodo precedente (FIG. 5.1). Particolarmente evidente appare la differenza tra l'andamento dei costi nelle banche maggiori e nelle banche popolari: le grandi banche mostrano una riduzione dei costi operativi, mentre le popolari presentano ancora tassi di crescita positivi.

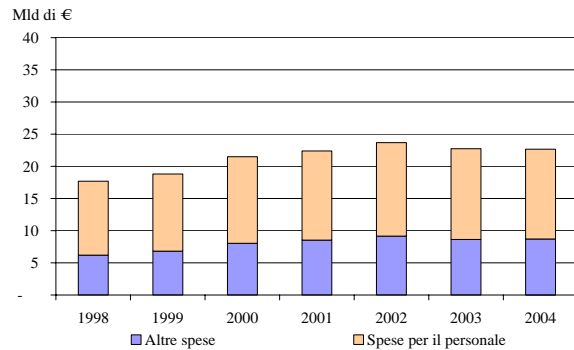
**FIG. 5.1: Dinamica dei costi operativi (1998-2004)**



I dati relativi alle grandi banche (FIG. 5.2) lasciano trasparire lo sforzo compiuto da questi istituti nell'implementazione di strategie di *cost management*. I benefici derivanti da tale

<sup>4</sup> Cfr. Cannizzo M., Bargioni A., 2004, "Le strategie di cost management nelle banche italiane", *Bancaria* n.9/2004, pag. 49.

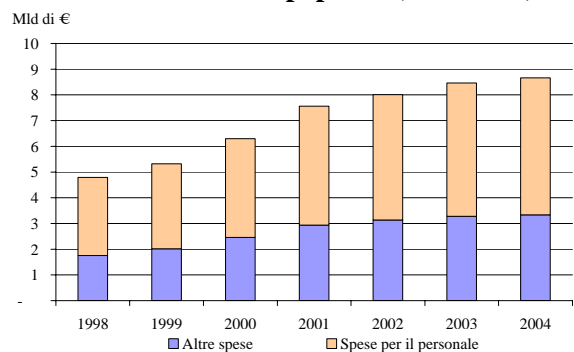
**FIG. 5.2: Dinamica dei costi operativi nelle grandi banche (1998-2004)**



comportamento sono particolarmente evidenti nell'ultimo biennio caratterizzato da una riduzione dei costi.

Di converso, più problematica appare la situazione delle banche popolari (FIG. 5.3) nelle quali i costi operativi, pur avendo rallentato il ritmo di crescita, ancora non accennano a diminuire.

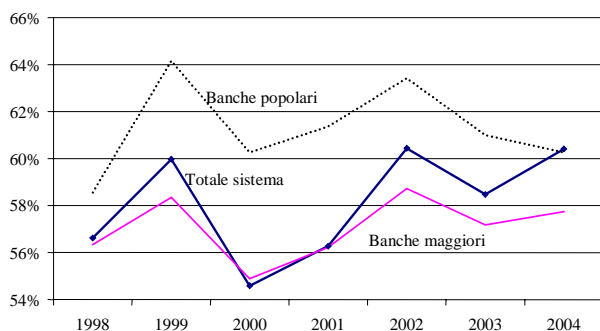
**FIG. 5.3: Dinamica dei costi operativi nelle banche popolari (1998-2004)**



Tale situazione dipende da una serie di cause congiunte tra cui la probabile maggiore difficoltà nel realizzare cambiamenti strutturali di ampia portata, che nelle problematiche della gestione del personale e degli altri centri di costo hanno un rilievo specifico in questa tipologia di banche. Infatti, la particolarità della *governance* e la maggiore intensità del connubio tra la figura del socio e quella del dipendente porta probabil-

mente a prestare una particolare attenzione al mantenimento di un elevato livello di soddisfazione nelle relazioni con il personale, il che, in periodi caratterizzati da scarsi livelli di redditività non favorisce l'adozione di politiche di ridimensionamento (o di razionalizzazione) dei costi operativi. La diversità di comportamenti nei due segmenti del sistema si riflette nell'andamento del *cost-income ratio*. La FIG. 5.4 dalla quale si evidenzia come il grado di efficienza delle banche popolari si sia mantenuto costantemente ad un livello inferiore rispetto al resto del sistema, ad eccezione dell'ultimo anno dove risulta ad esso allineato.

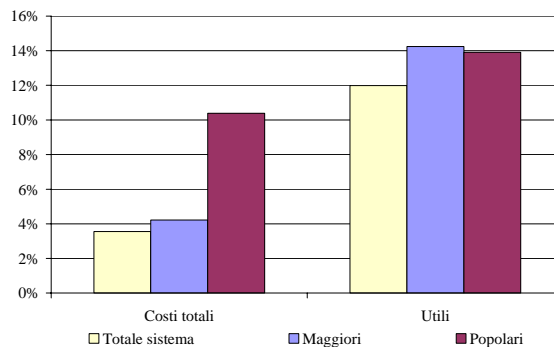
**FIG. 5.4: Cost-income ratio (1998-2004)**



Le difficoltà delle banche popolari di razionalizzare la struttura dei costi e di avviare programmi di ottimizzazione di lungo periodo è testimoniata anche dalla differenza nei tassi di crescita<sup>5</sup> delle spese e degli utili rispetto al resto del sistema bancario (FIG. 5.5 e FIG. 5.6) e nella loro variabilità.

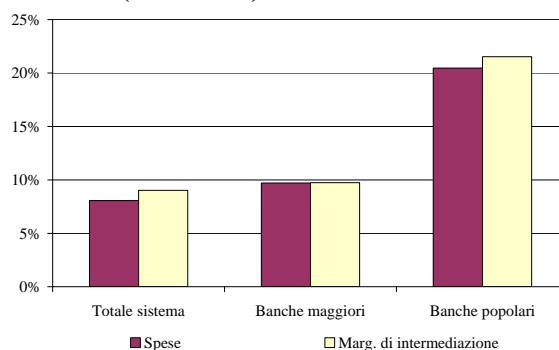
<sup>5</sup> Compound annual growth rate, periodo 1998-2004.

**FIG. 5.5: Tassi di crescita delle spese e degli utili (1998-2004)**



Le banche popolari presentano un tasso di crescita dei costi totali più che doppio rispetto alle altre banche, mentre il tasso di crescita degli utili è allineato a quello delle banche maggiori e di poco superiore a quello dell'intero sistema. Anche la variabilità<sup>6</sup> sia delle spese che del margine di intermediazione (più che doppia per le popolari rispetto al resto del sistema) denota una scarsa capacità di attuare programmi di lungo periodo orientati alla progressiva riduzione dei costi ed aumento dei ricavi.

**FIG. 5.6: Variabilità delle spese e degli utili (1998-2004)**



<sup>6</sup> La variabilità è rappresentata dai coefficienti di variazione rispettivamente dei costi totali e del margine di intermediazione nell'arco temporale 1998-2004.

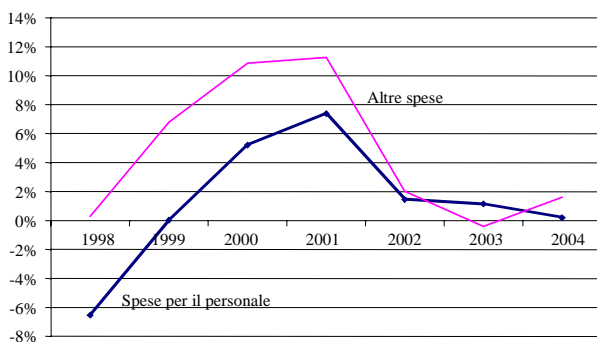


Le banche italiane hanno affrontato in maniera graduale i problemi connessi con la riduzione dei costi operativi: i primi interventi strategici si sono focalizzati sul costo del lavoro e solo in un secondo momento, segnatamente negli ultimi anni, sono stati varati programmi più incisivi sul versante dei costi amministrativi<sup>7</sup>.

**Il costo del personale.** Nei gruppi bancari italiani il costo del personale assume un peso piuttosto elevato all'interno dei costi totali, soprattutto se confrontato con le banche dei principali paesi europei; anche in termini di costo pro-capite l'Italia si colloca notevolmente sopra la media europea<sup>8</sup>.

Ciononostante i dati del campione analizzato mostrano un evidente recupero di efficienza nel corso degli ultimi anni, in particolare dell'ultimo biennio; le pressioni della concorrenza internazionale hanno indotto il sistema bancario italiano a realizzare importanti operazioni di razionalizzazione del personale. L'effetto di tali politiche ha comportato un elevato beneficio

**FIG. 5.7: Tassi di crescita delle voci di costo (1998-2004)**



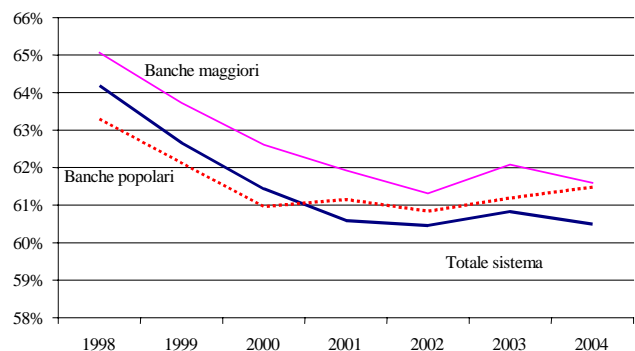
<sup>7</sup> Cfr. M.L. Giachetti, G. Torriero, A. Balestreri, 2001, "Le politiche di razionalizzazione dei costi delle banche italiane: le evidenze dell'osservatorio costi dell'ABI", in *Bancaria* n. 9/2001, pag. 24.

<sup>8</sup> Cfr. M. Sella, 2003, "Le banche italiane e la sfida dei costi", in *Bancaria* n. 3/2003, pag. 3.

sotto due aspetti: innanzitutto è costantemente diminuita l'incidenza del costo del personale all'interno dei costi totali, in secondo luogo si sono notevolmente ridotti i tassi di crescita di tale voce di spesa, sino ad assumere valori negativi (FIG. 5.7).

Nel periodo considerato il campione osservato presenta nel complesso una riduzione di 3,7 punti percentuali del peso del costo del capitale umano sul totale delle voci di costo (FIG. 5.8).

**FIG. 5.8: Incidenza % delle spese per il personale sui costi totali (1998-2004)**



Il fenomeno ha avuto un'intensità diversa nelle banche popolari rispetto al resto del campione: per queste banche, infatti, la diminuzione, seppur presente, dell'incidenza dei costi del personale sul totale dei costi è stata significativamente inferiore in quanto di soli 1,8 punti percentuali.

Nella seconda parte degli anni Novanta si osserva una sostenuta diminuzione degli oneri per il personale rispetto ai costi totali; ciò è probabilmente l'effetto degli accordi sindacali siglati nel 1997 e nel 1999 con i quali il sistema bancario ha attivato per la prima volta politiche di contenimento del costo delle risorse umane piuttosto aggressive<sup>9</sup>.

<sup>9</sup> Cfr. Sella, op. cit. pag. 4.

Nel periodo successivo si ha invece una diversa dinamica del fenomeno. A livello di sistema, il *trend* al ribasso si arresta e l'incidenza percentuale delle spese del personale sui costi totali rimane sostanzialmente stabile. Soltanto le banche popolari, nel 2004, evidenziano una ripresa del *trend* al rialzo del peso dei costi del personale sui costi totali.

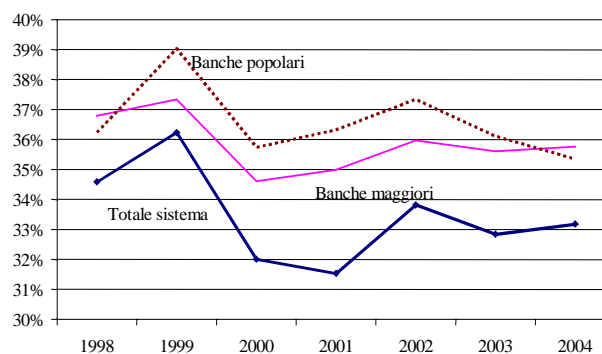
Ritornando all'analisi dei tassi di crescita del costo del personale è opportuno ricordare che a partire dalla metà degli anni Ottanta, la crescita del costo del personale è stata determinata dagli effetti derivanti dagli accordi collettivi aziendali, dall'introduzione di sistemi retributivi variabili e dai mutamenti nella composizione del capitale umano<sup>10</sup>. Verso la fine degli anni Ottanta il nostro sistema bancario presentava ancora una scarsa sensibilizzazione al problema della concorrenza: pertanto, la struttura delle banche era in grado di sostenere non soltanto costi operativi piuttosto elevati, rispetto al volume di attività, ma era anche in grado di alimentare un continuo processo di crescita del costo del lavoro in termini reali basato su meccanismi contrattuali di emanazione nazionale (ad esempio la "scala mobile") o di emanazione aziendale.

Il problema dell'efficienza produttiva e del controllo sulla dinamica dei costi nasce essenzialmente negli anni Novanta a seguito delle pressioni concorrenziali derivanti dai processi di globalizzazione ed internazionalizzazione. Tuttavia le circostanze che hanno contraddistinto questo periodo (quali, ad esempio, il forte sviluppo economico, la riduzione del debito pubblico, il processo di riallocazione dei portafogli delle famiglie) hanno consentito al sistema bancario di riorganizzare la propria attività senza evidenti problemi sul piano occupazionale. Fino al

biennio 2001-2002, infatti, l'aumento dell'operatività indotto dai citati fenomeni macroeconomici ha permesso alle banche di mantenere la propria redditività su livelli soddisfacenti senza dover intervenire in maniera decisiva sull'organizzazione sub-ottimale dell'attività produttiva e del personale dipendente.

È in questo periodo, infatti, che i tassi di crescita del costo del personale raggiungono il livello massimo a cui fa seguito una drastica riduzione. Anche in questo caso si osserva il differente comportamento dei diversi gruppi di banche: le politiche maggiormente aggressive adottate dalle grandi banche hanno permesso di ridurre effettivamente il costo del personale (i tassi di crescita sono infatti negativi, mentre nel caso delle banche popolari si osserva una situazione di relativa stabilità).

**FIG. 5.9: Cost-income ratio del costo del lavoro (1998-2004)**



Questa contrazione dimostra come le banche (e non soltanto quelle italiane) siano ormai entrate in una fase caratterizzata da interventi finalizzati a ridurre il *cost-income*, anche di parecchi punti percentuali, in un ristretto arco temporale<sup>11</sup>.

Contrariamente ai risultati riferiti al complesso dei costi sostenuti dalle banche, il *cost-income ratio* riferito unicamente al costo del lavoro mostra una sostanziale riduzione (FIG. 5.9).

<sup>10</sup> Cfr. G. Durante, 2003. "Il mercato del lavoro nell'industria finanziaria italiana", in *Bancaria* n. 3/2003, pag. 14.

<sup>11</sup> Cfr. G. Durante, op. cit. pag. 14.

Durante il biennio 2000-2001 tale rapporto raggiunge i livelli migliori rispetto all'intero periodo di osservazione; ciò è probabilmente dovuto all'aumento dei ricavi legati alla ricomposizione dei portafogli delle famiglie a seguito della fase rialzista dei mercati borsistici e della progressiva discesa dei tassi di interesse.

Anche per il *cost-income ratio* riferito al solo costo del lavoro le banche popolari presentano valori superiori rispetto alle altre banche del sistema; tuttavia, i dati dell'ultimo biennio mostrano un sostanziale allineamento rispetto alle grandi banche.

Nel complesso la dinamica di questo indicatore mostra che, sebbene la capacità di governare i costi rappresenti un problema strutturale del sistema bancario italiano, il *gap* rispetto ai principali concorrenti europei si sta progressivamente riducendo<sup>12</sup>.

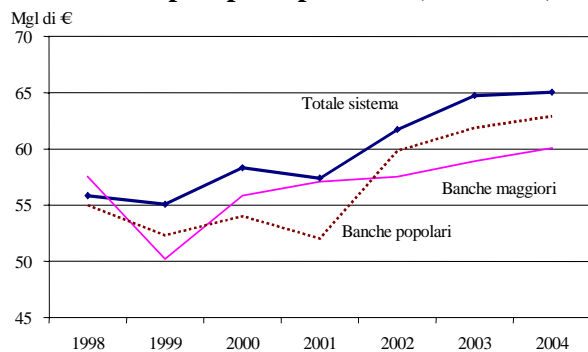
Il recupero di competitività rispetto al resto d'Europa in tema di gestione dei costi del personale richiede alle banche un duplice impegno: una rapida riduzione delle eccedenze di personale ed un aumento della flessibilità del lavoro stesso<sup>13</sup>. Con riferimento al primo obiettivo il sistema bancario ha già raggiunto alcuni risultati positivi a seguito della costituzione del *Fondo esuberanti* nel 2000<sup>14</sup>.

Uno dei punti su cui il nostro sistema bancario appare ancora fortemente disallineato rispetto alla media europea riguarda il costo unitario del lavoro. Osservando i dati riferiti al campione si osserva una costante crescita di tale costo

unitario, che diventa più marcata a partire dal 2001 (FIG. 5.10).

Ancora una volta le banche popolari presentano valori superiori rispetto al gruppo delle grandi banche (sebbene inferiori rispetto al totale del sistema bancario).

**FIG. 5.10: Spese per dipendente (1998-2004)**



**Le “altre spese amministrative”.** Come già accennato nel precedente paragrafo, negli ultimi anni le banche hanno modificato le proprie strategie di *cost reduction* focalizzando l'attenzione sulle spese diverse dal costo del personale che, per loro stessa natura, appaiono più manovrabili. Sull'esempio di alcune grandi banche europee anche in Italia alcuni operatori hanno dato vita a vere e proprie strategie di *cost management* il cui obiettivo è quello di sviluppare competenze specifiche in tema di controllo e riduzione dei costi salvaguardando il livello di qualità dei servizi offerti. Sulle altre spese amministrative esiste, infatti, un potenziale di riduzione del *cost income* fino a 5-6 punti percentuali nell'arco di 2 o 3 esercizi<sup>15</sup>.

I costi amministrativi rappresentano attualmente circa il 38-39% del totale dei costi dei gruppi bancari italiani. Nel periodo considerato la loro dinamica riflette esattamente quella dei costi del personale soltanto fino al 2002: nell'ultimo

<sup>12</sup> Cfr. Durante G. op. cit. pag. 12.

<sup>13</sup> Cfr. Durante G. op. cit. pag. 14.

<sup>14</sup> Il *Fondo esuberanti*, alimentato unicamente dagli istituti di credito, ha consentito di erogare prestazioni straordinarie ai lavoratori che, essendo in possesso di determinate caratteristiche, hanno scelto la via del pre-pensionamento. Il Fondo permette anche alle banche di sostenere i costi legati alla riconversione e alla qualificazione professionale dei dipendenti coinvolti nei processi di ristrutturazione.

<sup>15</sup> Cfr. Cannizzo M., Bargioni A., 2004, “Le strategie di cost management nelle banche italiane”, in *Bancaria* n. 9/2004, pag. 49.

biennio, infatti, il sistema ha mostrato dapprima una riduzione di tale voce (più marcata nel caso delle grandi banche e del tutto assente nelle banche popolari) a cui ha fatto seguito, un lieve incremento (FIG. 5.7).

L'efficacia di una strategia di contenimento dei costi dipende innanzitutto dall'individuazione delle voci di spesa che presentano le maggiori opportunità di risparmio. Da varie analisi effettuate<sup>16</sup> emerge che le voci che influenzano maggiormente l'andamento delle spese amministrative per via della loro elevata incidenza sul totale non sono molte e tra queste vi sono: le spese telefoniche e postali, le spese immobiliari (fitti passivi, manutenzioni, utenze), le spese per informazioni e visure, le spese per stampati e cancelleria, le spese di pulizia, le spese pubblicitarie, le spese di sicurezza e trasporto valori, le spese per assicurazioni, i compensi a professionisti (legali, fiscali e consulenti) e le spese informatiche. La *new economy* ha costretto le banche a dotarsi di apparecchiature tecnologiche particolarmente sofisticate e a realizzare costosi progetti orientati alla multicanalità la cui redditività si è rivelata piuttosto inferiore alle attese. Anche il processo di aggregazione che da qualche tempo coinvolge il settore bancario ha contribuito a rendere difficoltosa la gestione degli investimenti e dei costi ICT (*information and communication technology*); le fusioni e le acquisizioni hanno spesso rivelato l'esistenza di strutture tecnologiche ridondanti ed eccessivamente complesse caratterizzate da una gestione non ottimale sia dal punto di vista *hardware* che *software*<sup>17</sup>. I progetti di riduzione strutturale dei costi ICT richiedono necessariamente il raggiun-

gimento di un adeguato compromesso tra qualità ed efficienza; si tratta di ottimizzare gli investimenti tecnologici migliorando continuamente i servizi offerti e razionalizzando progressivamente i costi di produzione mediante l'adozione di politiche di *outsourcing* o di *co-sourcing* basate su rapporti di *partnership* con i principali fornitori<sup>18</sup>.

## 2. L'analisi dei costi nel contesto europeo

L'analisi dei costi delle banche nel contesto europeo<sup>19</sup> è stata condotta per il 2003 e per il 2004. Dai dati censiti emerge in genere una elevata dispersione dei valori all'interno del campione a cui si contrappone una certa omogeneità tra le banche appartenenti a ciascun singolo mercato domestico.

L'esame del livello dei costi operativi (comprendenti le spese per il personale e le spese amministrative, ma non gli ammortamenti) rapportati al totale attivo (TAB. 5.1) mostra che nel 2004 l'Italia era il paese europeo che presentava i costi più elevati con un rapporto pari a 2,09% contro una media europea di 1,57%, e superiore di 0,4 punti percentuali

<sup>16</sup> Cfr. M. Cannizzo, A. Bargioni, 2004, "Le strategie di cost management nelle banche italiane", in *Bancaria* n. 9/2004, pag. 49.

<sup>17</sup> Cfr. Bombonato C., 2003, "La struttura di costo in banca e il ruolo dei costi It", in *Bancaria* n. 3/2003, pag. 23.

<sup>18</sup> Cfr. 2005, "Better, faster, cheaper? Business process transformation in financial services", in *The Economist – Economist Intelligence Unit*.

<sup>19</sup> Il campione (elaborato da EBR-ABI) 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 5.1: I costi operativi nelle banche europee  
in relazione al Totale dell'attivo (2004 e variazioni sul 2003)**

	Svizzera	Olanda	UK	Francia	Portogallo	Italia	Spagna	Germania	EU media
Costi operativi /TA	1,72	1,43	1,48	<b>1,26</b>	1,75	<b>2,09</b>	1,32	1,54	1,57
Spese per il personale/TA	1,08	0,86	0,90	<b>0,78</b>	1,01	<b>1,29</b>	0,83	0,93	0,96
Spese personale/costi operativi	<i>63%</i>	<i>60%</i>	<i>61%</i>	<i>62%</i>	<i>58%</i>	<i>62%</i>	<i>63%</i>	<i>60%</i>	<i>61%</i>
Spese amministrative/TA	0,64	0,56	0,59	<b>0,48</b>	0,74	<b>0,8</b>	0,49	0,61	0,61
Cost income 2004 (%)	69,4	65,2	46,8	59,8	48,4	56,1	<b>45,4</b>	<b>71,1</b>	57,8
ROE 2004 (%)	<b>19,3</b>	18,1	16,6	15,0	13,7	11,6	11,4	<b>1,2</b>	13,4
Var. % sul 2003:									
Costi operativi	3,8	8,1	<b>13,2</b>	2,1	0,7	-0,6	1,6	<b>-1,4</b>	3,4
Spese per il personale	6,0	8,2	<b>13,1</b>	0,8	0,0	-1,0	0,1	<b>-2,5</b>	3,1
Spese amministrative	0,4	7,8	<b>13,2</b>	4,2	1,7	<b>0,1</b>	4,4	0,2	4,0
Cost income	<b>-4,5</b>	<b>1,2</b>	-0,3	-1,0	-0,9	-0,2	-2,2	-1,1	-1,1

Fonte: ABI, EBR, maggio 2005. In grassetto sono evidenziati i risultati "peggiori", in corsivo quelli "migliori".

rispetto al rapporto del secondo paese, il Portogallo (1,75%). La Francia è il paese più "virtuoso" con un rapporto pari a 1,26%, quindi 0,3 punti percentuali inferiore alla media. La suddivisione fra le spese per il personale e le spese amministrative mostra un analogo andamento. All'Italia corrispondono i rapporti più elevati (rispettivamente 1,29% e 0,8%) e alla Francia quelli inferiori (0,78% e 0,48%). A questo proposito è interessante rilevare che l'incidenza delle due componenti mostra un campo di variazione non molto elevato: a fronte di una media europea pari al 61%, infatti, in tutti i paesi l'incidenza delle spese per il personale sul totale dei costi operativi, varia dal 58% al 63%.

Per quanto concerne invece la variazione dei costi fra il 2003 e il 2004, i costi operativi totali crescono in media del 3,4%, ma è molto interessante evidenziare il diverso andamento – talvolta sensibile – riscontrato fra i singoli paesi e fra questi in particolare dell'Italia.

Mentre in Italia ed in Germania i costi operativi si riducono nei due anni di riferimento, rispettivamente di -0,6% e di -1,4%, negli altri paesi aumentano con valori che si collocano fra +0,7% del Portogallo e il +13,2% del Regno Unito. In quest'ultimo paese si registra la crescita più consistente (+13,2%) dovuta

probabilmente anche al fatto che nei decenni scorsi erano già state effettuate incisive strategie di controllo dei costi e aggregazioni che hanno portato a rilevanti miglioramenti nella redditività e nell'efficienza.

La scomposizione dell'aggregato mostra un andamento analogo delle due principali componenti di costo (le spese per il personale e le spese amministrative), come se la strategia della banca – di taglio dei costi o per contro di minore controllo degli stessi – in ultima analisi fosse unica e non differenziata. Entrambe infatti aumentano in tutti i paesi, ad eccezione delle spese per il personale che sono in diminuzione, peraltro solo in Italia ed in Germania (rispettivamente -1% e -2,5%).

L'elevata redditività, evidenziata dalla crescita del margine di intermediazione pari al 13,8%, sembra consentire nel Regno Unito una consistente crescita sia delle spese per il personale (+13,1% fra il 2003 e il 2004), sia delle spese amministrative (che mostrano una variazione analoga pari a 13,2%).

Per una migliore comprensione dell'efficacia delle strategie gestionali attuate dalle banche del campione e quindi dei risultati ottenuti in termini di efficienza, è necessario collegare l'andamento dei costi a quello dei ricavi ed esaminare cioè il *cost-income ratio* dato dal rapporto fra i costi

operativi complessivi – che nel campione EBR-ABI non comprendono gli ammortamenti – ed i ricavi misurati dal margine di intermediazione.

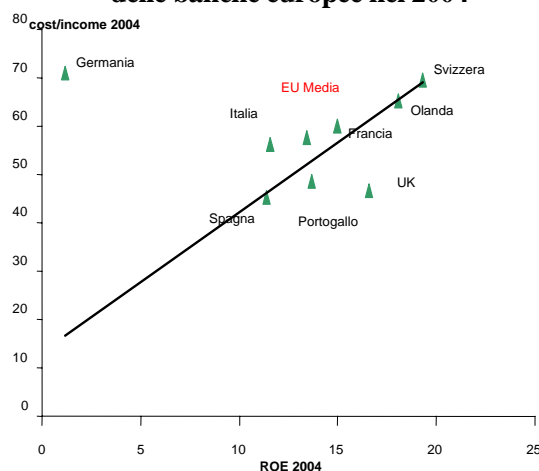
La media semplice europea (considerando nel campione anche le banche italiane) è pari a fine 2004 al 57,8%, in diminuzione di 1,1 punti percentuali rispetto all'anno precedente. Anche con riferimento a questo indicatore, il campo di variazione è molto elevato: si passa infatti da un rapporto pari al 45,4% in Spagna a fine 2004, seguito dal 46,8% nel Regno Unito, al valore più elevato corrispondente alla Germania (71,1%). L'Italia si colloca in posizione intermedia, comunque inferiore alla media, con un *cost income ratio* pari al 56,1%<sup>20</sup>. Sorprendono i dati riferiti a Svizzera ed Olanda, rispettivamente pari a 69,4% e 65,2%, alle quali peraltro corrispondono anche i valori più elevati di redditività. Il ROE 2004 è infatti pari al 19,3% in Svizzera e al 18,1% in Olanda. In altre parole, in questi paesi la redditività è così elevata da consentire costi elevati ed in crescita.

Quasi tutti i paesi europei mostrano un miglioramento del *cost income ratio* nei 2 anni di riferimento. Più in dettaglio, il *cost income ratio* ha mostrato la variazione annuale più consistente in Svizzera (-4,5%), più modesta negli altri paesi, tranne che in Olanda dove ha registrato un aumento di 1,2 punti percentuali. In Italia questo rapporto ha mostrato una riduzione solo marginale pari a -0,2 punti percentuali.

I paesi per così dire più “virtuosi” sono, come era prevedibile, il Regno Unito che mostra un ROE 2004 superiore alla media (16,6% rispetto a 13,4%) ed un *cost income ratio* (46,8%) ben inferiore al valore medio (57,8%), ma anche il Portogallo che riporta rispettivamente un ROE

vicino al 14% ed un indice di efficienza pari al 48,4% (FIG. 5.11)<sup>21</sup>.

**FIG. 5.11: Cost-income e ROE delle banche europee nel 2004**



Per contro il paese che si colloca nella posizione più debole è la Germania con il *cost income* più elevato (71%) ed un ROE molto modesto pari a solo 1,2%, anche se ha conseguito un leggero recupero nel 2004 facendo ridurre i costi dell'1,4%, agendo in particolare sul costo del personale (-2,5%) per la riduzione del 4% del numero dei dipendenti dei 3 gruppi considerati (Deutsche Bank, HVB e Commerzbank), in un contesto però di stabilità del margine di intermediazione (sostanzialmente invariato con un +0,1%) e di crescita molto modesta del ROE (che era pari all'1,2%, ancorché in miglioramento di 9 punti percentuali rispetto al 2003).

Una valutazione più completa consentirebbe di capire quali strategie stanno adottando le banche tedesche. La modesta crescita del totale attivo, pari a +4% rispetto ad una media europea del

<sup>20</sup> Questo dato non coincide con quello calcolato al paragrafo precedente in quanto il campione utilizzato da EBR differisce lievemente rispetto al nostro.

<sup>21</sup> Le 2 banche portoghesi incluse nel campione – Banco Commercial Portugues e Banco Espirito Santo – contribuiscono in modo differenziato a tali risultati: l'uno con un forte aumento dei ricavi ed un forte controllo dei costi; l'altro con minori ammortamenti prudenziali ed una minore imposizione fiscale.



13%, ed un aumento dell'utile netto del 116% contro una media di +50%, fanno ritenere che esse stiano attuando una ricomposizione dell'attivo con la chiusura delle attività meno redditizie e quelle più rischiose – come è stato fatto dalle banche italiane negli ultimi anni – quali possono essere le posizioni verso grandi clienti e le attività sull'estero, con l'applicazione di sistemi di controllo della qualità del credito più rigorosi (TAB 5.1).

### 3. Conclusioni

Nell'ultimo biennio il sistema bancario italiano ha avviato una fase di profonda ristrutturazione finalizzata ad ottimizzare il sistema produttivo andando ad agire su tre fronti: il costo del personale, le spese amministrative e la redditività dei servizi<sup>22</sup>.

I programmi di contenimento del costo del capitale umano hanno preso avvio almeno da un decennio, ma ad oggi i gruppi bancari italiani, rispetto ai principali *competitors* europei, risultano ancora caratterizzati da un livello di produttività assai inferiore (espresso dal rapporto tra il costo del personale e il margine di intermediazione). L'incremento dei volumi di attività che ha caratterizzato il passaggio del millennio ha permesso alle banche di conseguire una riduzione del *cost income* agendo quasi esclusivamente sul denominatore del rapporto, ossia il margine di intermediazione<sup>23</sup>.

Negli anni successivi, i benefici derivanti dall'incremento dei volumi di attività si sono progressivamente esauriti costringendo il sistema bancario ad intervenire in modo massiccio sulle voci di costo, poste al numeratore del rapporto. Attualmente i piani industriali delle grandi banche propongono obiettivi particolarmente appetibili in termini di *cost-income*<sup>24</sup> e denotano una maggiore attenzione alla categoria delle spese amministrative, in particolare alle spese ICT (*information and communication technology*). Molti operatori si stanno dotando di strutture ad hoc, indipendenti rispetto alle tradizionali unità operative ed orientate esclusivamente all'ottimizzazione dei costi derivanti da tutti i processi attivi. Naturalmente gli effetti degli interventi di *cost reduction* variano da banca a banca in funzione della struttura organizzativa e tecnologica; anche il fattore tempo risulta importante poiché i piani di ristrutturazione sono pluriennali e normalmente sono necessari almeno due o tre esercizi per osservare i benefici, in termini di redditività, derivanti da tali strategie.

---

<sup>22</sup> Cfr. OM 1/2005.

<sup>23</sup> Questa è anche la strategia basata sul modello adottato dalle banche francesi. Cfr. Innocenzi F., 2003, "Intervenire sui costi fissi", in *Bancaria* n. 3/2003, pag. 17.

---

<sup>24</sup> Peraltro gli analisti finanziari evidenziano che i piani operativi delle banche tendano ad evidenziare obiettivi di *cost-income* eccessivamente ottimistici e stimano che il reale valore di tali indicatori si attesterà attorno valori superiori di 4-8 punti percentuali rispetto alle aspettative.