



**Università Cattolica del S. Cuore**  
**LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA**

**OSSERVATORIO MONETARIO**

**n. 1/2006**

Autori del presente rapporto sono Giacomo Vaciago (introduzione), Marco Lossani, Giovanni Verga e Flavia Ambrosanio (cap. 1), Domenico Delli Gatti (cap. 2) e Alberto Banfi (cap. 3). Hanno collaborato: Mario Anolli, Tiziana Assenza, Giovanni Barone, Stefano Corona, Fiorenzo Di Pasquali, Daniele Limonta, Maurizio Marchiori, Laura Nieri e Davidia Zucchelli.

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

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a inizio marzo 2006.

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)



## INDICE

SINTESI

INTRODUZIONE

Pag. 1

1 – LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	“ 3
1. Il quadro macroeconomico	“ 3
2. Tassi e aggregati monetari in Europa	“ 13
3. Aggregati e tassi bancari in Italia	“ 20
4. Imprese e mercato dei capitali	“ 25
5. Le decisioni della BCE e le previsioni sui tassi	“ 27
6. Il quadro di finanza pubblica, 2001-2005	“ 31
2– LA DINAMICA DELLA PRODUTTIVITA’	“ 35
1. Produttività e ciclo economico	“ 37
2. Produttività e ore di lavoro	“ 41
3. Produttività, capitale e TFP	“ 43
4. Produttività e dinamica strutturale	“ 44
5. Produttività e dimensione d’impresa	“ 47
3 – RECENTI TENDENZE DEL MERCATO OBBLIGAZIONARIO	“ 49
1. Le principali innovazioni	“ 49
2. Il ruolo delle banche	“ 53
3. Conclusioni	“ 58

## SINTESI

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

La congiuntura reale continua ad essere caratterizzata da una fase di crescita buona, per lo più concentrata negli USA e all'interno degli emergenti asiatici. In prospettiva l'espansione dovrebbe irrobustirsi anche all'interno dell'Eurozona, dove negli ultimi mesi gli indicatori di fiducia hanno mostrato dei sensibili miglioramenti, con la parziale eccezione dell'economia italiana. La crescita italiana prevista per il 2006 è infatti pari all'1,3%, un risultato modesto specie se si considera che segue una crescita nulla realizzata nel corso del 2005.

Sul fronte monetario, il principale evento che ha caratterizzato gli ultimi mesi è l'aumento del tasso ufficiale nella zona-Euro: +25 punti base a dicembre e +25 punti base a marzo. Le aspettative sui tassi a breve restano comunque orientate al rialzo, in coerenza con i principali indicatori economici e il contenuto dei comunicati della Banca Centrale. Il futuro aumento dei tassi è però previsto più contenuto di quello avvenuto nel biennio 1999-2000. Anche i tassi a lunga della zona-Euro sono cresciuti e di recente hanno raggiunto un massimo, pur rimanendo al di sotto di quelli americani. Considerando che negli USA i tassi hanno ormai terminando la loro fase ascendente, è probabile che il differenziale tra i tassi di mercato delle due zone economiche sia destinato, in parte, a ridimensionarsi. Si è infine esaurito il processo di diminuzione dello *spread* tra corporate *bonds* e titoli governativi, mentre, al momento, le scelte degli investitori risultano sempre più orientate verso obbligazioni caratterizzate da modesti rapporti di rischio-rendimento.

Continua in Europa la forte crescita degli aggregati monetari e creditizi. Anche in Italia la moneta, la raccolta e gli impieghi bancari aumentano a tassi notevolmente superiori a quelli del reddito. La forte crescita degli impieghi si concentra nei prestiti alle famiglie (mutui per l'abitazione e prestiti al consumo, dove si rileva anche un intenso processo di innovazione nei prodotti) e nei prestiti con scadenza maggiore a un anno a favore delle imprese. Anche i prestiti a breve, abbastanza penalizzati sino a qualche mese fa, risultano ora in fase di ripresa. In risposta alla crescita dei tassi di mercato, i tassi bancari hanno mediamente subito un lieve incremento.

L'analisi sulla finanza pubblica in Italia negli ultimi 5 anni segnala un peggioramento dell'indebitamento netto, che è salito al 4,1% del PIL. La causa risiede soprattutto nell'elevata crescita delle spese correnti al netto degli interessi a cui si è accompagnata una bassa crescita delle entrate.

**La dinamica della produttività** – Su un orizzonte temporale pluridecennale, la produttività oraria europea ha percorso un sentiero di progressiva e consistente convergenza con gli USA. D'altro canto sullo stesso arco temporale si è verificata una continua riduzione dell'orario di lavoro in Europa e un continuo allungamento delle ore lavorate in USA. La prima tendenza ha prevalso sulla seconda di modo che si è realizzata una convergenza anche in termini di produttività per addetto.

Sul finire degli anni '90, il processo di convergenza si arresta. Continua la riduzione dell'orario di lavoro in Europa mentre si allunga quello statunitense. Inoltre la produttività oraria decelera in Europa mentre accelera negli USA. Di conseguenza, per entrambi i motivi si inverte la convergenza della produttività per addetto.



La decelerazione della produttività oraria, poi ha due cause, egualmente influenti: la flessione della TFP e la riduzione dell'intensità capitalistica delle tecniche. La seconda tendenza si spiega con la moderazione salariale che riduce l'incentivo a sostituire lavoro con capitale. La prima tendenza con la minore intensità di ICT dei processi produttivi in Europa rispetto agli USA.

La produttività del lavoro è concepita come la media ponderata delle produttività registrate nei diversi settori con pesi pari alle quote dei settori sull'occupazione complessiva. In linea di principio un paese caratterizzato da una tendenza accentuata alla terziarizzazione e deindustrializzazione tende a sperimentare anche una dinamica decrescente della produttività.

La produttività del lavoro è definita infine come la media ponderata delle produttività registrate nelle diverse classi dimensionali d'impresa con pesi pari alle quote delle classi dimensionali sull'occupazione complessiva. Possiamo pertanto discutere gli effetti sulla produttività aggregata della *dinamica industriale*, ossia della natalità e della crescita delle imprese. Un paese come il nostro caratterizzato da una dimensione media d'impresa piccola e decrescente tende a sperimentare anche una decelerazione della produttività.

### **La recente evoluzione del mercato dei prestiti obbligazionari**

– La ripresa delle emissioni di obbligazioni da parte di emittenti privati, la contemporanea riduzione delle emissioni di titoli pubblici nonché lo stabilizzarsi del livello dei tassi di interesse hanno costituito la premessa per una più ampia diversificazione degli emittenti di titoli di debito nel nostro paese. Il maggior numero di emittenti ha determinato anche una consistente diversificazione nelle caratteristiche tecniche dei titoli collocati, generando altresì interessanti elementi di innovazione nelle strutture dei prestiti.

Dal punto di vista degli emittenti si è assistito al maggiore coinvolgimento delle banche e delle imprese, mentre con riguardo alle principali innovazioni, tra le altre, si è avuta una rilevante diffusione delle emissioni (sia pubbliche che private) indicizzate all'inflazione, si è assistito ad un considerevole allungamento delle scadenze dei titoli, si è osservato il forte aumento delle emissioni di titoli subordinati e di strumenti ibridi, e si sta attendendo lo sviluppo del segmento rappresentato dai *covered bonds*. Nonostante il dinamismo generato da tali novità, il nostro mercato dei titoli di debito continua ad essere caratterizzato da condizioni di debolezza rappresentate per lo più dall'estrema polverizzazione dei prestiti, dalla conseguente ridotta liquidità degli strumenti e dalla scarsa trasparenza dei prezzi determinata dallo sporadico ricorso alla quotazione di borsa.

## Introduzione

### L'EUROPA CHE MANCA

Fino al 1° maggio 2004 – quando si realizzò l'ampliamento dell'Unione europea a 25 Paesi – il bilancio dei successi e dei problemi del processo di integrazione europea era stato largamente positivo. Nell'ultimo anno, quasi ogni cosa non è andata a buon fine: due referendum con esito negativo nei confronti della Costituzione; sempre più ostacoli nazionalistici all'ulteriore integrazione in Europa; una direttiva sui servizi (la *ex-Bolkestein*) che il Parlamento europeo ha appena approvato, in versione molto edulcorata. Il processo di realizzazione dell'Unione europea, invece di progredire sembra aver iniziato ad arretrare.

E' in atto un circolo vizioso assai pericoloso: è dai progressi dell'integrazione che ci attendiamo una maggior crescita, ma nel frattempo non c'è abbastanza crescita per osare a realizzare proprio quel di più di integrazione che servirebbe. Spieghiamo questo punto un po' paradossale, sottolineando tre aspetti: i benefici dell'integrazione; i costi delle riforme; i pericoli del nazionalismo.

I benefici dell'integrazione sempre più dipendono dalla *specializzazione* (ciascuno fa soprattutto ciò che sa fare meglio), che il più ampio e miglior mercato rende conveniente. In termini dinamici, l'integrazione – che per 12 Paesi è già arrivata alla condivisione della stessa moneta, e

quindi è particolarmente avanzata e cogente – determina condizioni di complementarità che originano maggior competitività nei confronti del resto del mondo. Pensiamo alla competizione nei confronti degli USA e della Cina: l'Europa e non più, da solo, ciascuno dei 25 Paesi membri, è in grado di competere ad armi pari e quindi a determinare “ragioni di scambio” convenienti. Se tuttavia ciò resta solo virtuale, perché l'integrazione non procede e i 25 Paesi europei competono *tra di loro* per servire la Cina, allora è chiaro perché l'Europa subisca, invece di guidare, la globalizzazione in atto.

L'integrazione non si realizza senza cambiamento; c'è quindi una domanda di riforme che rendano l'economia di ciascun Paese più flessibile e in grado perciò di adeguarsi agli impulsi provenienti dal processo stesso di integrazione. Ma tutte queste riforme presentano “costi politici” non indifferenti: quanti traevano beneficio dalle precedenti opportunità rischiano adesso di perdere posizioni, e chiedono protezione. Quanti hanno perso benefici sono indotti a reagire negativamente. E' facile dunque immaginare perché quelle riforme incontreranno remore, ma anche opposizioni più o meno forti, e financo reazioni di rigetto. Se la politica non ha la capacità (e le risorse a ciò adeguate) di gestire questi conflitti, l'ulteriore integrazione può non realizzarsi, o addirittura registrare degli arretramenti.

Il ritorno al nazionalismo – cioè la difesa di un (vero o presunto) “interesse nazionale” – è la via d'uscita più probabile di fronte ai costi dell'integrazione. L'abbiamo già visto tante volte in passato, come abbiamo già visto che la sua diffusione è massima quando non c'è abbastanza crescita, o magari siamo in crisi o in ristagno. Il protezionismo non caratterizza – di solito – i paesi in più rapida crescita, o che non hanno paura della propria capacità di crescita.



Questa riflessione, su circostanze peraltro abbastanza note, vuol sottolineare soprattutto due cose. Una riguarda il passato: è un peccato che la strategia a suo tempo impostata sia stata realizzata solo in parte. Perché accanto ai passi avanti realizzati con l'Euro e con l'ampliamento, ci stavano anche l'impegno alla crescita (Lisbona) e alla efficienza del mercato (*Bolkestein*, cioè mercato unico dei servizi).

Se le quattro cose fossero procedute assieme, oggi i risultati sarebbero molto migliori. La seconda osservazione riguarda i prossimi anni: è pericoloso continuare ad aggiungere problemi (come ad esempio, quelli dati da futuri ampliamenti), se non si riesce nel frattempo a far ripartire la crescita in Europa.

Questa dovrebbe quindi essere l'unica priorità dei nostri governi.

## 1. LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Il primo paragrafo si occupa dell'evoluzione del quadro macroeconomico internazionale. Vengono analizzate le prospettive di crescita di Stati Uniti, Giappone, paesi emergenti asiatici ed Europa, con particolare riferimento a Germania, Francia e Italia.

Il secondo capitolo parte dall'analisi dei tassi d'interesse nella zona-Euro e delle aspettative del mercato per poi occuparsi del mercato azionario, del cambio e dell'evoluzione degli aggregati. Esso contiene anche un raffronto fra i rendimenti europei ed americani. Il terzo paragrafo tratta dell'evoluzione della raccolta, degli impieghi e dei tassi d'interessi bancari in Italia, mentre nel quarto paragrafo è descritto il ricorso delle imprese al mercato dei capitali.

Il quinto paragrafo si occupa delle politiche della BCE e delle sue possibili ulteriori manovre sul Repo. Il sesto e ultimo paragrafo esamina i risultati di finanza pubblica per il periodo 2001-2005.

### 1. Il quadro macroeconomico

**La congiuntura internazionale.** La crescita continua ad essere concentrata principalmente negli USA e nel gruppo di emergenti asiatici. Dopo un lieve rallentamento manifestato sul finire del 2005 all'interno di quasi tutte le maggiori economie il tasso di crescita congiunturale dell'area OCSE registratosi nell'ultimo trimestre dell'anno è risultato inferiore di mezzo punto percentuale a quello realizzato nel trimestre precedente, soprattutto per effetto della minor *performance* statunitense e tedesca – è previsto un rimbalzo generalizzato dei livelli di attività economica. In dicembre il *Composite*

*Leading Indicator* dell'OCSE ha registrato un buon incremento, proseguendo lungo un trend ascendente che dura da oltre 6 mesi. Persino la regione europea, che rimane l'area pervasa dalle maggiori debolezze e punti di criticità, dovrebbe aver attraversato il punto di svolta ed imboccato un sentiero di espansione più sostenuto. Le previsioni elaborate dalla Commissione Europea alla fine di febbraio mostrano la possibilità di un'accelerazione della ripresa, che nel corso del 2006 dovrebbe consentire una crescita del PIL pari al 2,2%. All'interno dell'area dell'euro, il cui tasso di sviluppo è previsto essere di poco inferiore al 2%, la Germania dovrebbe crescere in ragione dell'1,5%, una *performance* comunque inferiore a quella di Francia, Gran Bretagna e Spagna, per i quali si prevede uno sviluppo rispettivamente pari all'1,9, 2,4 e 3,1%. (TAB. 1.1) Rimane su una fase ciclica meno brillante l'Italia. Nel 2006 il PIL italiano dovrebbe aumentare dell'1,3%, un tasso decisamente superiore a quello nullo con cui si è chiuso il 2005 ma ancora inferiore sia a quello registratosi nel 2004 (+1,1%) che a quello previsto solo pochi mesi or sono – in conseguenza del forte rallentamento conosciuto nell'ultimo trimestre del 2005.

**TAB. 1.1: PIL e Inflazione**  
(tassi di variazione %)

	PIL		Inflazione	
	2005	2006	2005	2006
USA	3,5	3,2	3,2	3,4
Giappone	2,8	3,0	-0,3	0,0
UE	1,5	2,2	2,3	2,2
Area Euro	1,3	1,9	2,3	2,2
Germania	0,8	1,5	2,0	1,6
Francia	1,5	1,9	2,0	2,0
UK	1,6	2,4	2,4	2,0
Italia	0,0	1,3	2,2	2,1

Fonte: Commissione Europea, Survey of Professional Forecasters e OECD.



Dietro questo scenario previsivo improntato ad un moderato ottimismo rimangono le insidie dovute all'andamento del prezzo del petrolio e alle possibili correzioni dei tassi di cambio, innescate dai perduranti squilibri globali di parte corrente.

Nel corso degli ultimi mesi le quotazioni del petrolio sono state caratterizzate da una elevata volatilità che si è manifestata attorno a livelli ancora oggi elevati (prossimi ai 60 dollari al barile) ma tendenzialmente decrescenti. Secondo diversi analisti, nel corso del 2006 il prezzo del greggio potrebbe rimanere attestato attorno a 60 dollari al barile. Tuttavia è assai difficile formulare una previsione attendibile, dal momento che sul prezzo del greggio pesano due fattori contrapposti. Da un lato sembra aver acquisito maggior forza il processo di ricostituzione delle scorte strategiche USA, che secondo il Dipartimento di Energia avrebbero raggiunto il loro valore massimo nel corso degli ultimi 9 mesi. Dall'altro pesa sempre di più l'incertezza legata alla situazione geopolitica del Medio Oriente e della Nigeria, cui si sono ultimamente aggiunte le preoccupazioni legate all'andamento delle forniture di gas da parte della Russia.

Sul fronte dei cambi va invece ricordato, per l'ennesima volta, il continuo ampliamento del *surplus* commerciale cinese ed il contemporaneo peggioramento del *deficit* commerciale USA. In linea di principio tali squilibri richiederebbero una correzione drastica dei tassi di cambio, che negli ultimi tempi si sono mantenuti prossimi alle quotazioni di 8,20 renminbi per dollaro, di 115 yen per dollaro e di 1,15-1,20 dollari per euro. La stessa Amministrazione USA non ha fatto mistero di attendersi una rivalutazione del renminbi di almeno 5 punti percentuali per ovviare alla condizione di *currency manipulation* di cui il governo di Pechino si sarebbe reso protagonista in questi ultimi anni. In risposta il

Vice Governatore della Banca Centrale Cinese ha preso ufficialmente in considerazione la possibilità di rendere quanto prima convertibile in conto capitale la valuta cinese, con il fine ultimo di inaugurare una nuova fase in cui sia sempre più il libero mercato (e sempre meno la Banca Centrale cinese) a determinare il valore del tasso di cambio. Nel frattempo il renminbi è stato lasciato apprezzare, anche se in misura modesta, rispetto alla valuta americana. Va ricordato, peraltro, che il governo cinese è sottoposto a pressioni provenienti anche dal fronte europeo. L'Unione Europea ha infatti proposto una tariffa *anti-dumping* (inizialmente del 4% ma che potrebbe raggiungere il 20% del valore dei beni scambiati) sulle importazioni di scarpe sportive provenienti dalla Cina e dal Vietnam, paesi dai quali origina più del 60% delle importazioni europee di scarpe. Il rischio di un inasprimento delle controversie commerciali rimane elevato.

**L'espansione USA continua.** La congiuntura americana rimane abbastanza solida dal punto di vista reale, mentre si profilano con una certa intensità segnali di crescenti tensioni lungo la catena costi-prezzi, che non hanno ancora prodotto, tuttavia una decisa accelerazione dell'inflazione al consumo.

Nel corso del IV trimestre 2005 la crescita ha conosciuto un inatteso ancorché lieve rallentamento (il tasso congiunturale annualizzato di crescita del PIL è risultato pari all'1,1%, successivamente rivisto all'1,6%) per effetto del deterioramento delle esportazioni nette e della domanda interna per consumi, pesantemente condizionati dalla netta flessione delle vendite di automobili indotta dalle politiche di forti sconti e incentivi praticati nel corso dei mesi estivi. Contemporaneamente la produttività del lavoro, per la prima volta dopo 5 anni, ha conosciuto



una dinamica negativa (-0,6%) che ha favorito un incremento del costo del lavoro per unità di prodotto (+3,5% tra il III e il IV trimestre 2005, FIG. 1.1). Ciò nonostante la situazione congiunturale appare positiva. Segnali negativi provengono solo dal calo della produzione industriale registratosi in gennaio (-0,2%, dopo l'incremento dello 0,9% in dicembre) e dalla flessione conosciuta dall'indice di fiducia delle famiglie rilevato dall'Università del Michigan (passato da 91,2 in gennaio a 87,4 in febbraio) e dal *Conference Board* (sceso da 106,8 in gennaio a 101,7 in febbraio). Tutti gli altri indicatori segnalano invece una fase congiunturale abbastanza robusta.

La vendite al dettaglio hanno registrato una crescita (+2,3% in gennaio, grazie anche all'impatto favorevole esercitato dal clima mite) assai migliore rispetto a quella attesa dalla maggior parte degli operatori. Al netto delle vendite di auto, tale dato rappresenta il più forte incremento prodottosi nel corso degli ultimi 6 anni. La spesa per consumi personali nel mese di gennaio ha registrato un aumento dello 0,9% su base congiunturale, che costituisce il miglior dato dai mesi estivi.

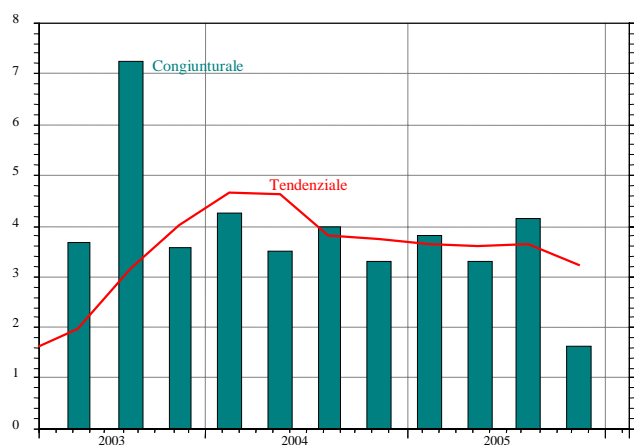
Il mercato del lavoro continua a registrare delle buone *performance*; negli ultimi tre mesi la variazione media mensile degli occupati nel settore non agricolo è stata positiva per 230 mila unità, di gran lunga superiore all'analogo indicatore calcolato nei primi 8 mesi del 2005. Nonostante l'aumento del tasso di partecipazione, il tasso di disoccupazione continua a diminuire, rimanendo stabilmente al di sotto della soglia del 5%. L'attività produttiva nel manifatturiero ha registrato un ulteriore incremento in febbraio, come indicato dall'indice ISM passato da 54,8 a 56,7 (la media nel 2005 era di 55,5). Inoltre anche dei *leading indicator* importanti come il numero di nuovi cantieri edili

e il numero di permessi per l'apertura di nuovi cantieri hanno registrato in gennaio un consistente incremento (rispettivamente pari a +14,5 e +6,8%).

Nel complesso, i principali previsori ritengono che la congiuntura stia conoscendo una nuova fase di accelerazione. Secondo le prime stime prodotte dalla *Survey of Professional Forecasters* il PIL dovrebbe crescere su base congiunturale annualizzata del 4,4% nel I trimestre del 2006 e del 3,4% durante il II trimestre. Estendendo l'orizzonte previsivo all'intero anno la *Survey* sconta una crescita del PIL pari al 3,2%. Anche la Fed rimane sostanzialmente allineata su uno scenario di buona crescita, con previsioni di sviluppo del PIL vicine al 3,5% sia per l'anno in corso che, per quello successivo, in assenza di particolari tensioni dal lato dei prezzi che, a livello di *core inflation*, dovrebbero crescere attorno al 2% annuo.

L'unica vera incognita che potrebbe condizionare lo scenario previsivo appena descritto è proprio la dinamica dei costi e dei prezzi, i quali negli ultimi trimestri hanno conosciuto un

**FIG. 1.1: USA, tasso di crescita del PIL**  
(var. congiunturale e tendenziale)



Fonte: Thomson Datastream.

andamento peculiare. I prezzi alla produzione hanno infatti registrato un incremento decisamente superiore alle attese; nel mese di gennaio l'indice è cresciuto dello 0,3% su base congiunturale (dopo un aumento dello 0,6% in dicembre) nonostante una crescita modesta degli alimentari (+0,2%) e la costanza del prezzo dei prodotti energetici. L'inflazione *headline* alla produzione è così giunta al 5,7% su base annua, un dato che inizia a destare non poche preoccupazioni per le possibili ricadute a valle lungo la catena costi-prezzi. In effetti l'inflazione *core* dei prezzi dei beni intermedi è ormai pari al 4,8% su base annua.

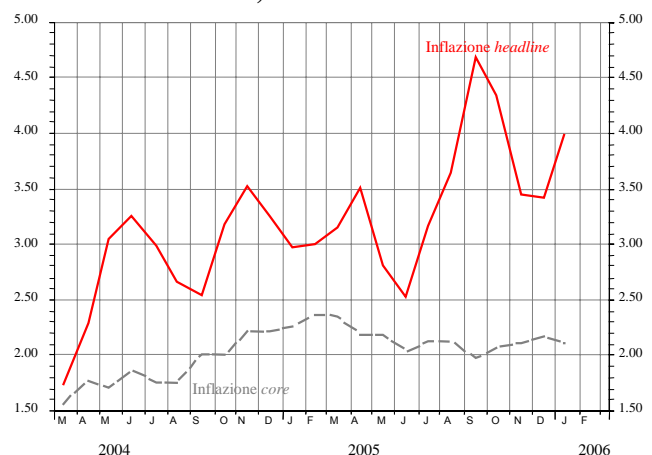
Tuttavia, a fronte di queste tendenze rialziste di molti indicatori di costi e prezzi, l'inflazione all'ingrosso di tipo *core* (cioè al netto di alimentari ed energia) è aumentata dello 0,4% su base congiunturale e dell'1,5% su base tendenziale. Analogamente, l'indice dei prezzi al consumo continua a seguire un profilo di crescita modesto. In gennaio, la crescita dell'inflazione *headline* al consumo è stata dello 0,7% (dopo il calo dello 0,1% in dicembre) un dato superiore alle attese che però si è accomunato ad un incremento ancora contenuto di quella *core* cresciuta solo dello 0,2% su base congiunturale (e del 2,1%, in termini tendenziali, inferiore al 2,2% del mese di dicembre). Al momento il mercato giudica positivamente l'insieme di queste notizie e sconta nei tassi di interesse e nei prezzi delle attività finanziarie il rialzo (già ampiamente annunciato) di 25 punti base dei tassi di *policy* da parte della Fed in occasione della prossima riunione del FOMC a metà di marzo (FIG. 1.2).

La considerazione della congiuntura reale e dell'andamento dei costi e dei prezzi ha spinto il neo-governatore Bernanke ad assumere fin da subito un atteggiamento abbastanza conservatore. In occasione della sua prima uscita ufficiale lo

scorso 14 febbraio (Audizione di fronte alla Commissione del Senato) Bernanke ha sottolineato con forza la possibilità di una restrizione delle condizioni monetarie – qualora la crescita dovesse rimanere sugli attuali livelli e la dinamica dei prezzi non dovesse conoscere un rallentamento – attuata non solo a marzo ma anche in occasione della successiva riunione FOMC di metà maggio. L'attuazione di tali provvedimenti contribuirebbe a rendere ancora più netta l'inversione della curva dei rendimenti – attualmente caratterizzata da tassi sul decennale inferiori a quelli sulla scadenza a due anni – che nell'opinione di molti economisti costituisce una condizione anticipatrice di una recessione nei successivi 4-8 trimestri. Tuttavia lo stesso Bernanke ha smentito seccamente la possibilità di una recessione incipiente, sottolineando come l'attuale (basso) livello assoluto dei tassi a breve e a lunga infici qualsiasi capacità predittiva dello *yield spread*.

Non sono invece da trascurare le possibili ripercussioni sul mercato dei cambi delle future decisioni della Fed. Nel caso in cui venisse attuato il doppio rialzo dei tassi di *policy*, il *Fed Funds rate* potrebbe raggiungere il 5%, un livello doppio rispetto a quello attualmente prevalente

**FIG. 1.2: USA, inflazione *headline* e *core***



Fonte: Thomson Datastream.

in Europa, con possibile rafforzamento del dollaro nei confronti dell'euro e delle altre valute. Tale evento che rinvierebbe ulteriormente l'avvio del processo di aggiustamento necessario per la correzione dello squilibrio dei conti con l'estero degli USA, sempre caratterizzati da ampi e crescenti *deficit* commerciali. In dicembre le esportazioni nette sono infatti risultate negative per 66 miliardi di dollari. Il disavanzo annuo complessivo ha così raggiunto i 726 miliardi di dollari, pari al 5,8% del PIL americano.

Alla radice di questo ormai enorme disavanzo vi sono diversi elementi. In primis, il crescente *deficit* bilaterale nei confronti della Cina, la cui correzione richiederebbe un'ampia rivalutazione del renminbi; in secondo luogo, la fortissima crescita delle importazioni che – nell'opinione di molti analisti – sarebbe trainata da una dinamica dei consumi sempre più dipendenti dai prezzi delle attività (in particolare i prezzi delle abitazioni, le cui vendite sono però improvvisamente calate in gennaio del 2,9%). In effetti anche i dati più recenti riguardanti l'andamento dei risparmi personali confermano questa tendenza. In gennaio l'aumento dei consumi personali è stato finanziato da un parziale smobilizzo di attività: il tasso di risparmio rispetto al reddito disponibile è quindi diventato negativo per 0,7 punti percentuali, un numero ancora inferiore a quello (già negativo, pari a -0,4%) prodottosi nel corso del 2005.

Qualora questa interpretazione fosse corretta potrebbero discenderne implicazioni non banali anche per la gestione della politica monetaria. Nel tentativo di aiutare la correzione degli squilibri commerciali, la Fed si troverebbe "costretta" ad aumentare i tassi di interesse per sgonfiare i prezzi degli immobili al fine di contenere la crescita del valore degli *assets*, responsabili dell'incremento dei consumi e delle

importazioni. Si tratta di una ricostruzione suggestiva che deve però essere valutata con le dovute cautele. In primo luogo perché assume (senza dimostrarlo) una maggior efficacia della politica monetaria sui flussi di import-export attraverso il canale del prezzo delle attività rispetto al più ovvio e tradizionale canale del tasso di cambio. In secondo luogo perché, anticipando la possibilità che la Fed inizi a farsi esplicitamente carico dell'*asset price inflation*, sconta l'adozione, da parte della Banca Centrale USA, di un *targeting* dei prezzi delle attività finanziarie che non solo Greenspan non ha mai esplicitamente accettato, ma che Bernanke ha sempre decisamente rifiutato (prima ancora di entrare all'interno del *Board of Governors* della Fed<sup>1</sup>).

**L'eredità di Greenspan.** La novità di maggior rilievo per l'economia USA (e più in generale per l'intera economia mondiale) è costituita da una "non-notizia": a partire dal 1° febbraio – come ormai noto da diverso tempo – Ben Bernanke è succeduto ad Alan Greenspan al vertice della Federal Reserve americana.

Non è ovviamente questa la sede opportuna per tracciare un bilancio degli oltre 18 anni di Governatorato Greenspan: nel corso degli ultimi mesi sono già stati prodotti diversi lavori che hanno cercato di valutarne pregi e difetti<sup>2</sup>. Al di là delle cifre sintetiche, peraltro già eloquenti,

---

<sup>1</sup> A tale proposito si rimanda all'articolo scritto dallo stesso Bernanke con Mark Gertler "*Monetary Policy and Asset Price Volatility*" - contenuto nel volume "*New Challenges for Monetary Policy*" edito nel 1999 dalla Federal Reserve di Kansas City – in cui si dimostra come il *targeting* dei prezzi delle attività sia decisamente controproducente.

<sup>2</sup> Per una valutazione omnicomprensiva dell'era Greenspan si rimanda al volume "*The Greenspan Era: Lessons for the Future*", edito nel 2005 dalla Federal Reserve di Kansas City, e in particolare al saggio di Blinder e Reis "*Understanding the Greenspan Standard*".

relative all'era Greenspan – inflazione media attorno al 3%, disoccupazione media pari al 5,5%, la fase di espansione più lunga del secondo dopoguerra, incremento dei tassi ufficiali deciso in 40 occasioni e riduzione degli stessi in 46 episodi – e delle analisi relative ai comportamenti tenuti in occasione delle fasi più critiche – come la crisi di Wall Street del 1987, il dissesto di *Long Term Capital Management* e la crisi asiatica del 1998, la *Fear Economy* successiva al crollo delle Torri Gemelle nel settembre 2001 – va ricordato che la conclusione quasi unanimemente raggiunta è che la politica monetaria è stata gestita in modo decisamente efficace, anche grazie all'accumulazione di una reputazione (nei confronti dell'intera comunità finanziaria) che probabilmente non ha eguali nella storia più recente delle Banche Centrali. A dimostrazione della straordinaria reputazione goduta da Greenspan basterà ricordare che ancora all'indomani della conclusione del suo mandato, il mercato ha continuato a cercare nelle parole di Greenspan – ormai pronunciate in qualità di privato cittadino – suggerimenti e possibili interpretazioni riguardanti la conduzione della politica monetaria USA.

Sembra invece opportuno chiedersi “Cosa farà e come sarà Bernanke?”. I principali commentatori hanno sottolineato come l'insediamento di Bernanke e la sua prima audizione si siano svolte nel segno della continuità. Bernanke al pari di Greenspan ha infatti sottolineato la bontà del processo di crescita in atto e i (moderati) rischi inflazionistici all'orizzonte, che richiedono ulteriori rialzi dei tassi. Tuttavia, la vasta produzione accademica di Bernanke sui temi del *Central Banking* lascia intendere che vi sarà anche qualche elemento di rottura rispetto al precedente Governatore. In particolare, si aspettano cambiamenti per quanto riguarda le modalità di comunicazione della strategia di

politica monetaria perseguita dalla Fed. Come è noto Greenspan prediligeva un atteggiamento ambiguo nei confronti dell'esterno<sup>3</sup>. Bernanke ha invece sostenuto con forza l'assoluta necessità per una Banca Centrale di adottare esplicitamente un *inflation target*, unitamente all'utilizzo di una politica di comunicazione il più possibile trasparente attraverso la frequente diffusione di informazioni (relative anche ai modelli previsivi utilizzati dalla Fed per formulare la propria politica).

**Il Giappone è finalmente in ripresa.** L'economia giapponese sembra definitivamente avviata su un sentiero di ripresa solida. La *performance* complessiva nel corso del 2005 è risultata positiva, con una crescita del PIL pari al 2,8%. Peraltro la dinamica del prodotto è in decisa accelerazione; nel corso del IV trimestre del 2005 la crescita su base congiunturale è stata dell'1,4%, equivalente ad un tasso annualizzato del 5,5%, che ha fatto seguito all'incremento dell'1,9% registrato nel corso del III trimestre. A sostenere la dinamica estremamente positiva del prodotto c'è la crescita sostenuta della domanda interna, che ha beneficiato della buona dinamica salariale (+0,8% nell'ultimo trimestre) e del continuo aumento di posti di lavoro a tempo pieno, che riducendo la precarietà dei redditi da lavoro ha favorito la ripresa della domanda per consumi (+3,2% su base congiunturale annualizzata).

L'altra buona notizia riguarda la diffusa aspettativa che la fase di deflazione sia ormai definitivamente terminata. La quota di famiglie che si aspettano incrementi del livello dei prezzi è ormai da tempo superiore al 50%. La domanda di credito per la prima volta dopo 5 anni ha interrotto il suo *trend* negativo. Al tempo stesso la *core inflation* ha conosciuto dei lievi

---

<sup>3</sup> Non casualmente Greenspan era soprannominato la Sfinge!

incrementi, (+0,1% in dicembre, dopo che per tutto il 2005 si erano ancora registrati tassi di variazione negativi), che dovrebbero irrobustirsi a partire da gennaio 2006 (+0,4% secondo le prime stime). Sulla scorta di queste informazioni, la Banca Centrale giapponese sembra pronta a mutare, la sua *policy stance*. Lo stesso governo si è già pronunciato a favore di un mutamento di rotta nella conduzione della politica monetaria che per lunghi anni è stata caratterizzata da tassi di interesse prossimi allo zero e da target di crescita della liquidità molto elevati. E' ovvio che tale mutamento non comporterà fin da subito un rialzo dei tassi ma più semplicemente si limiterà a ridurre l'espansione della liquidità, per introdurre successivamente – si auspica con modalità trasparenti e in tempi non lunghi – dei *target* inflazionistici espliciti, che servano a guidare le aspettative degli operatori.

Infine non va dimenticato che la ripresa giapponese potrà avere interessanti implicazioni anche per altri paesi (per lo più asiatici). Per la prima volta dopo 5 anni, in gennaio si è venuto a produrre un *deficit* commerciale (-2,95 miliardi di dollari) favorito non solo dall'elevato prezzo del petrolio ma anche dalla ripresa della domanda interna, corresponsabile del forte incremento su base tendenziale delle importazioni (+27%, mentre l'export è cresciuto solo del 13,5%). Dal momento che la quota di importazioni sul PIL giapponese è passata nell'arco di pochi anni dal 7 al 12%, è lecito attendersi un maggior effetto di traino – rispetto a quanto avveniva in passato – a vantaggio delle economie che esportano sul mercato nipponico (tra cui svetta ancora una volta la Cina).

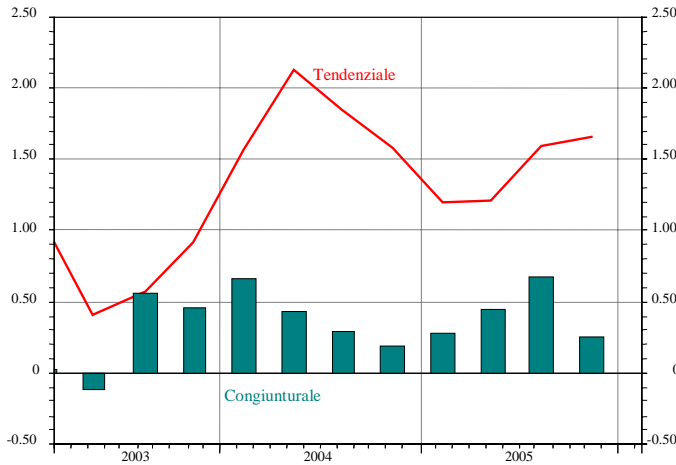
**L'Unione Europea tra miglioramento della fiducia e stasi dei consumi.** La congiuntura reale europea procede lungo un sentiero di lento

miglioramento, che per certi versi contrasta con le aspettative dei responsabili della Banca Centrale Europea e della Commissione Economica, improntate ad un deciso ottimismo per i mesi a venire.

In particolare si sta manifestando con intensità crescente un divario tra i dati effettivi non sempre brillanti (soprattutto per quanto riguarda il mercato del lavoro che in Francia e in Germania continua ad essere caratterizzato da un elevato livello del tasso di disoccupazione, rispettivamente pari al 9,5 e all'11,3%) e le indicazioni positive sull'andamento futuro, provenienti da indagini sul clima di fiducia condotte presso famiglie e imprese, che mostrano incrementi consistenti: ad esempio, l'indice manifatturiero PMI – che misura il giudizio sull'economia espresso dai responsabili degli uffici acquisti – è aumentato ulteriormente, raggiungendo in febbraio il livello più alto dal luglio 2002.

L'esperienza accumulata in passato supporta la visione ottimistica secondo cui, nei prossimi trimestri, i dati effettivi inizieranno a muoversi nella direzione attualmente mostrata dagli indici di fiducia. Sembra davvero giunto il momento in cui l'accresciuta fiducia nel futuro inizia a tradursi in maggiori consumi, la cui debolezza ha costituito la vera causa della ridotta dinamica conosciuta dalla domanda interna nella regione europea (sinora accresciutasi solo grazie all'attività di investimento). Le ultime previsioni della BCE mostrano una ripresa nel corso del primo trimestre del 2006 ancora largamente trainata dall'export, che si manifesterebbe dopo il rallentamento prodotto nel IV trimestre 2005 (+0,3% congiunturale e +1,7% tendenziale, un dato inferiore a quello del III trimestre). Nel complesso la stessa BCE prevede per l'anno 2006 una crescita nell'Eurozona pari al 2,1%, un dato superiore a quello previsto nel dicembre

**FIG. 1.3: UME, tasso di crescita del PIL**  
(var. congiunturale e tendenziale)



Fonte: Thomson Datastream.

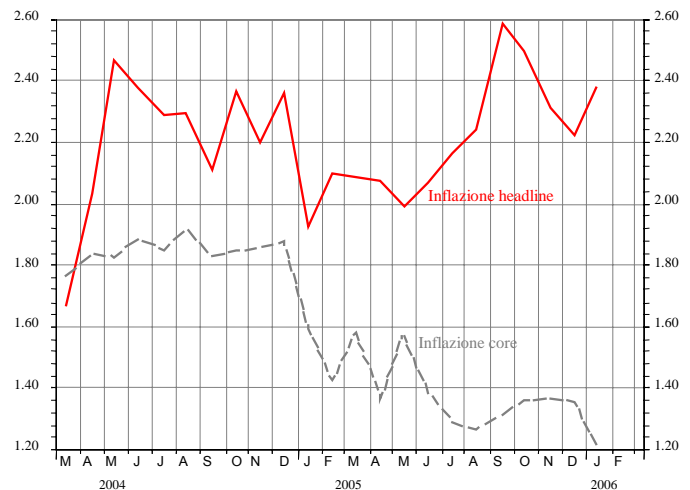
2005, a conferma del miglioramento delle prospettive congiunturali (FIG. 1.3).

Contestualmente l'inflazione dovrebbe rimanere attestata poco al di sopra del 2,0%. Dopo l'aumento del 2,2% di dicembre, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo è aumentato del 2,4% in gennaio; secondo le ultime stime *flash* di Eurostat, l'incremento dovrebbe essere pari al 2,3% in febbraio. In media d'anno la crescita dei prezzi al consumo dovrebbe rimanere – secondo le opinioni dei maggiori previsori – al di sopra dell'obiettivo prestabilito (la BCE stima un'inflazione in media d'anno pari al 2,2%), con un'inflazione *core* che potrebbe accelerare in corso d'anno raggiungendo l'1,8% alla fine del 2006 (FIG. 1.4).

La considerazione di questi indicatori, unita alla valutazione dell'andamento del prezzo del petrolio e al timore – illustrato chiaramente da Trichet in occasione della sua ultima udienza presso il Parlamento Europeo – di *second round effects* che potrebbero indurre rivendicazioni salariali di non poco conto, ha spinto la BCE ad alzare i tassi di *policy* di 25 punti base, in occasione della riunione del 2 marzo. Inoltre, tale decisione ha in parte pesato la considerazione

di altri elementi – quali la forte e continua crescita del prezzo degli immobili, a sua volta sostenuta da una decisa espansione della moneta e del credito. Nel mese di gennaio l'aggregato M3 è aumentato del +7,6%, dopo aver segnato un incremento del +7,3% in dicembre. Per quanto riguarda il credito, è invece da segnalare la netta crescita dei prestiti alle imprese non finanziarie (+8,5%) – trascinati dalla ripresa dei processi di fusione e acquisizione – dei prestiti alle famiglie (+9,4%) ed in particolare di quelli concessi per acquisti di abitazioni (+11,7%), che in quota di PIL sono passati dal 25% nel 1999 al 35% nel 2005.

**FIG. 1.4: Eurozona, inflazione *headline* e *core***



Fonte: Thomson Datastream.

La considerazione della dinamica dei prestiti per l'acquisto di case unitamente a quella dei prezzi delle abitazioni – aumentati nel corso del primo semestre 2005 del 15% circa in Spagna e Francia e quasi dell'8% nella media dell'Eurozona (TAB. 1.2) – ha spinto i Governatori della BCE a rimarcare le loro preoccupazioni per le conseguenze negative derivanti dalla sopravvalutazione degli immobili (in diverse regioni dell'area dell'euro) e la necessità di un intervento sul costo del denaro per

frenare la crescita, apparentemente inarrestabile, delle quotazioni immobiliari.

**TAB. 1.2: Tasso di variazione percentuale del prezzo delle abitazioni nell'area Euro**

	2001	2002	2003	2004	2005 I sem.
Italia	8,0	12,9	10,0	9,0	11,6
Germania	0,1	-1,2	-0,9	-2,1	0,0
Spagna	9,9	15,7	17,6	17,4	14,8
Francia	7,9	8,3	11,7	15,2	15,5
Irlanda	8,1	10,1	15,2	11,4	10,8

Fonte: BCE, Bollettino Mensile Febbraio 2006.

La decisione della BCE non ha mancato di suscitare critiche. Nonostante le giustificazioni adottate dallo stesso Trichet, diversi analisti hanno posto in evidenza come il rialzo dei tassi sia stato deciso con largo anticipo e basandosi troppo sull'andamento degli indici di fiducia. Per di più, la considerazione dell'elevato prezzo medio degli immobili nell'Eurozona rischia di rivelarsi un'arma a doppio taglio, una volta considerato che in un paese centrale come la Germania i prezzi delle case sono rimasti assolutamente stabili. Infine, non andrebbe neppure dimenticato che il livello dei tassi reali, vicino all'1,3%, non è molto diverso da quello prevalente negli USA, dove però la crescita è ben più robusta.

### **Mentre si aspetta il decollo dell'economia tedesca...**

Come il resto dei paesi industrializzati anche la Germania ha sofferto di una battuta d'arresto sul finire dello scorso anno. Nel IV trimestre 2005 il PIL tedesco è cresciuto dello 0,2% su base congiunturale, complice il rallentamento dei consumi privati. La componente più dinamica della domanda interna ha continuato ad essere quella degli investimenti fissi, che hanno beneficiato soprattutto del buon andamento del

settore delle costruzioni. Hanno invece conosciuto un rallentamento le esportazioni nette; le esportazioni sono aumentate solo dell'0,8% mentre le importazioni hanno registrato un incremento del 5%, provocando una brusca riduzione dell'avanzo commerciale. Nel mese di dicembre la produzione industriale è risultata ancora più debole delle già modeste aspettative (l'indice è diminuito dello 0,5% rispetto a novembre, quando si era già registrata una flessione su base congiunturale dello 0,4%), per effetto della contrazione del manifatturiero (-0,8%) nonostante la buona dinamica del settore delle costruzioni (+3,4%).

Tale andamento non esclude però una decisa ripresa a breve dell'attività industriale, che molti analisti ritengono possibile dato il forte miglioramento in atto del clima di fiducia. Nel mese di febbraio l'indice della *business confidence* elaborato dall'IFO ha infatti segnato un ulteriore incremento (passando da 101,8 a 103,3), che ha determinato la più forte crescita registrata negli ultimi 15 anni su un orizzonte temporale di tre mesi (+5,6% nei tre mesi tra febbraio e dicembre). Al miglioramento della fiducia – che nell'opinione di molti risente di una sorta di *effetto Merkel* – si unisce anche il buon andamento degli ordinativi e delle vendite al dettaglio (stando alle risposte fornite dagli stessi dettaglianti che in parte confliggono con i risultati di altre indagini campionarie).

Come già sottolineato in precedenza con riferimento al quadro europeo, il maggior interrogativo riguarda la concreta possibilità di una ripresa all'interno di una regione in cui il miglioramento degli indicatori ha sinora esclusivamente interessato quelli relativi alla fiducia. I dubbi maggiori emergono analizzando le cifre relative al mercato del lavoro, ove il numero dei disoccupati rimane stabilmente al di sopra della soglia dei 5 milioni. È probabile che sino al

momento in cui non si irrobustirà la dinamica dei salari e dell'occupazione – finora frenati dal processo di profonda ristrutturazione del sistema produttivo tedesco (incentrato primariamente su strategie di *cost-cutting*) avviato agli inizi del nuovo millennio – la crescita dei consumi non riprenderà in modo particolarmente intenso, impedendo *de facto* l'auspicato irrobustimento della ripresa.

**....l'economia francese resiste grazie alla domanda interna...**

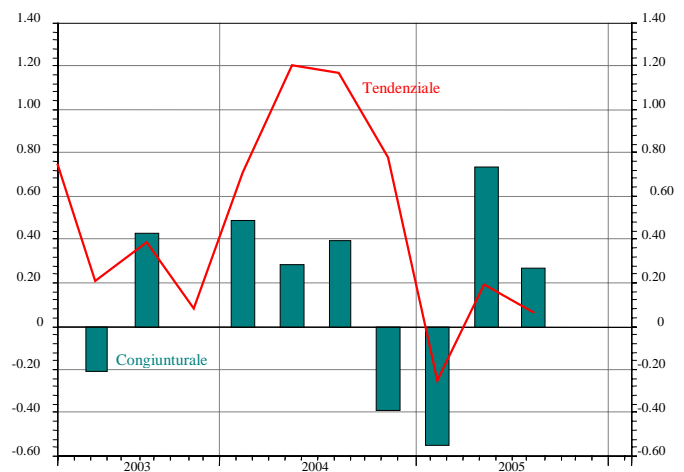
In media d'anno, nel corso del 2005 il PIL francese è cresciuto dell'1,4%. Tuttavia anche l'economia francese ha attraversato una fase di rallentamento in coincidenza con la fase finale dello scorso anno. Nel IV trimestre 2005 il PIL francese è cresciuto dello 0,2% in termini congiunturali, dopo aver registrato nel trimestre precedente una *performance* positiva per 0,7 punti percentuali. Dietro questa battuta d'arresto c'è la drastica caduta delle esportazioni nette (-0,5%), che hanno risentito sia del rincaro del prezzo del petrolio che della perdita di competitività; per contro, la domanda interna ha rallentato in modo meno deciso (passando da +0,9 nel III a +0,6% nel IV in termini congiunturali), in particolare grazie alla tenuta dei consumi che hanno più che compensato la decelerazione degli investimenti. In prospettiva il quadro sembra destinato a migliorare stando all'andamento rialzista seguito dall'indice di fiducia dei consumatori (rilevazione di gennaio).

**....e quella italiana ristagna.**

Nel corso del 2005 il tasso di crescita del PIL è risultato nullo. Considerando che durante gli ultimi anni la crescita del prodotto è stata pari a +1,8% nel 2001, +0,3% nel 2002, nulla nel 2003, +1,1% nel 2004, è facile intuire per quale motivo si parli con sempre maggiore insistenza

di declino dell'economia italiana. Dietro la "crescita zero" del nostro sistema economico vi è la pessima dinamica della domanda interna. I consumi aggregati sono aumentati solo dello 0,3% (con un incremento ancora più contenuto registrato dai consumi delle famiglie, +0,1%), mentre gli investimenti fissi lordi hanno addirittura conosciuto una flessione (-0,6%), indotta dal calo degli investimenti in macchinari e attrezzature (-0,8%). A ciò si deve aggiungere una domanda estera che ha contribuito alla dinamica del PIL positivamente per 0,3 punti percentuali attraverso le esportazioni e negativamente per 1,4 punti percentuali attraverso le importazioni. Il PIL ha subito un brusco rallentamento nel corso del IV trimestre (crescita su base congiunturale di soli 0,3 punti percentuali, inferiore al risultato di +0,6% registrato nel trimestre precedente), dovuto all'andamento negativo registrato dalla produzione industriale, inferiore dello 0,7% all'indice del trimestre precedente e dell'1,7% rispetto all'ultimo trimestre 2004 (FIG. 1.5).

**FIG. 1.5: Italia, tasso di crescita del PIL**  
(var. congiunturale e tendenziale)



Fonte: Thomson Datastream.



Indicazioni moderatamente positive emergono dall'analisi dei dati più recenti. In dicembre l'indice di produzione industriale – benché ancora inferiore per 2,5 punti percentuali al valore assunto nel mese di dicembre dell'anno precedente – ha conosciuto un aumento dell'1,2% su base congiunturale (destagionalizzata) e del 3,5% in termini tendenziali (considerando l'indice rettificato per i giorni lavorativi). Anche l'esame dei dati riguardanti l'andamento del fatturato e degli ordinativi dimostra che è in atto un miglioramento della fase congiunturale. In dicembre, il fatturato dell'industria ha conosciuto un aumento del 5,5% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente e del 3% rispetto al novembre dell'anno 2005; gli ordinativi hanno invece realizzato un guadagno su base congiunturale del 2,3%, pur risentendo di una dinamica ancora modesta per quanto riguarda gli ordinativi provenienti dall'estero (+1,0%). Infine non andrebbe dimenticato il lieve miglioramento in atto anche sul fronte delle vendite al dettaglio; in dicembre l'indice è cresciuto dello 0,2% rispetto a novembre e dell'1,2% rispetto a dodici mesi prima. La stessa flessione registrata in febbraio dell'indice di fiducia ISAE non andrebbe valutata con preoccupazione in quanto sarebbe ancora – a detta degli analisti – la conseguenza del deterioramento della produzione industriale registratosi negli ultimi mesi del 2005.

Ciò che invece continua a destare le maggiori preoccupazioni anche in una prospettiva di medio termine è l'andamento dei conti con l'estero. Nel 2005 il disavanzo commerciale ha raggiunto la cifra di 10,4 miliardi di euro, un netto deterioramento rispetto al *deficit* registrato nel 2004 (pari a -1,2 miliardi), che riporta il nostro paese alla situazione esistente nei primi anni '80 all'indomani del secondo *shock* petrolifero. In effetti, oggi come allora, il *deficit*

è dovuto per lo più al forte incremento del prezzo del petrolio. Una volta depurato il saldo della bilancia commerciale dal *deficit* energetico (pari a 40 miliardi di euro), la differenza tra export ed import torna ad essere positiva, per circa 30 miliardi di euro. Tuttavia rimangono forti perplessità sulla sostenibilità dei conti con l'estero del nostro paese dovute alla crescente perdita di competitività, sofferta non solo nei confronti dei paesi emergenti (soprattutto asiatici) ma anche rispetto ai principali partner europei. La dinamica seguita dal costo del lavoro per unità di prodotto (CLUP) ne è un esempio: nel corso del I semestre 2005, il CLUP è cresciuto del 4,1% in Italia, mentre nelle quattro maggiori economie europee è diminuito dello 0,8%, contribuendo al deterioramento del saldo commerciale nei confronti del resto dell'area UE (pari a 2 miliardi di euro nel 2005). Gli ultimi dati – che si riferiscono unicamente ai flussi commerciali extra-UE – confermano la situazione negativa. Nel corso del gennaio 2006 le esportazioni verso paesi esterni all'Unione Europea sono aumentate del 19,4% su base tendenziale, mentre le importazioni hanno registrato un incremento del 32,6%: il *deficit* commerciale ammonta a 3,6 miliardi di euro, più del doppio rispetto a dodici mesi prima.

## 2. Tassi e aggregati monetari in Europa

La BCE ha aumentato per due volte il Repo di 25 punti base, mentre i tassi di mercato sono tutti in crescita. Permane elevato il ritmo di sviluppo degli aggregati monetari e creditizi, mentre sono attesi ulteriori aumenti dei tassi.

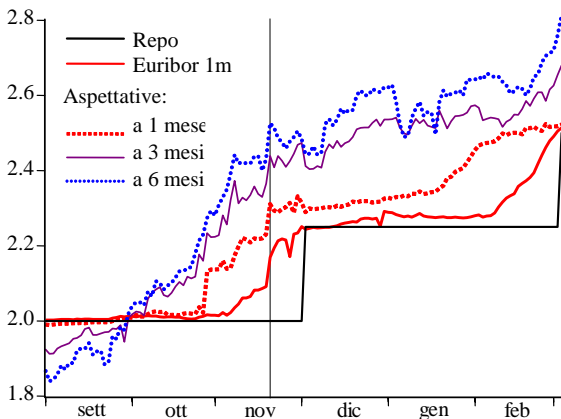
### Le aspettative del mercato nella zona-Euro

Il fatto più rilevante di questi ultimi mesi è l'aumento del tasso ufficiale. Il Repo, fermo al 2% dal giugno 2002, ha infatti subito due incrementi di 25 punti base. Il primo è stato

deciso nella riunione del Consiglio Direttivo del 1° dicembre, l'altro lo scorso 2 marzo.

Le attese del mercato, comunque, si erano già progressivamente orientate al rialzo a partire dall'inizio dell'ottobre 2005. Questo fatto è ben visibile nella FIG. 1.6 che riporta, giorno per giorno, il rendimento dell'Euribor a scadenza mensile e le aspettative del mercato sul suo futuro andamento.

**FIG. 1.6: Il Repo e l'Euribor a 1 mese e le attese del mercato**



Fonte: BCE, Finland Bank e nostre elaborazioni; periodo: 1° settembre 2005 - 3 marzo 2006. Le aspettative sono identificate con i tassi impliciti corretti per il premio di liquidità; tutte le serie sono al netto dell'effetto dicembre e del differenziale di equilibrio col Repo.

Queste aspettative al rialzo si sono poi consolidate a mano a mano che la Banca Centrale Europea si dimostrava sempre più preoccupata per la stabilità dei prezzi e, nel contempo, i dati confermavano la ripresa economica.

Il tasso implicito a 1 mese, che subito dopo la riunione del Consiglio Direttivo di novembre segnalava un 40-50% di probabilità di un aumento del Repo a dicembre, è progressivamente salito nei giorni successivi.

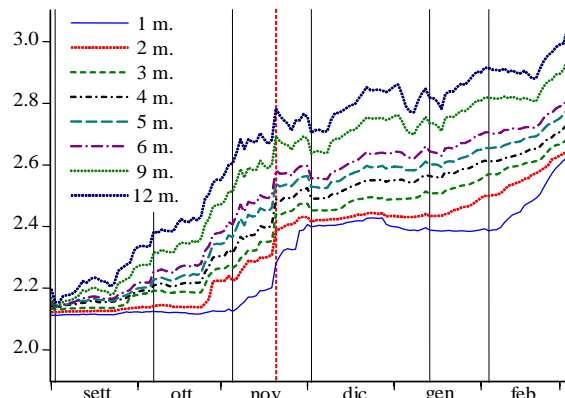
Il culmine di tale processo si è avuto il 18 novembre (questa data è indicata nella FIG. 1.6 da una linea verticale), quando Trichet, in un discorso presso un'associazione bancaria tedesca,

ha lasciato intendere che la BCE era ormai pronta ad aumentare i tassi di 25 punti base. Le aspettative a breve periodo e l'Euribor mensile si sono immediatamente adeguati all'informazione, e, quando nella riunione del 1° dicembre il Repo è stato effettivamente portato al 2,25%, l'Euribor a 1 mese è rimasto inalterato poiché il mercato aveva già totalmente scontato l'effetto dell'operazione. Dopo quella riunione si sono invece paradossalmente ridimensionati, seppure solo temporaneamente, i tassi attesi a scadenza più lontana (3 e 6 mesi) in conseguenza della notizia, data da Trichet, che il Consiglio Direttivo non aveva in preventivo una successione di aumenti del Repo. Anche la decisione del 2 marzo di aumentare il tasso ufficiale di un ulteriore quarto di punto, interamente prevista dagli operatori grazie anche ad alcuni commenti di Trichet sulla correttezza delle aspettative del mercato, non ha avuto alcun impatto né sull'Euribor mensile né sulle sue aspettative.

**I rendimenti di mercato nella zona-Euro**

L'andamento dei tassi di mercato a breve, riportato nella FIG. 1.7, è una conseguenza della

**FIG. 1.7: I tassi a breve, i rendimenti dell'Euribor di diversa scadenza**



Fonte: BCE, Finland Bank e nostre elaborazioni; periodo: 1° settembre 2005 - 3 marzo 2006. Le linee verticali indicano le riunioni del Consiglio Direttivo; la linea verticale tratteggiata corrisponde al 18 novembre 2005.

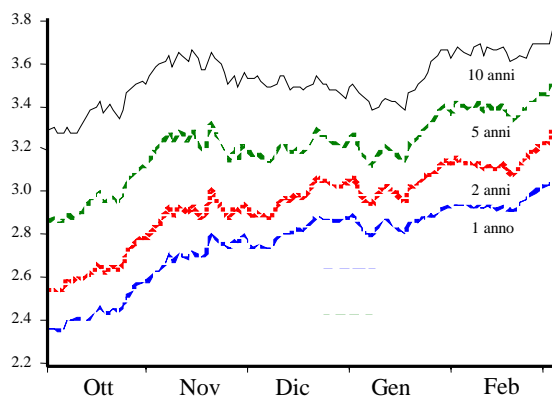
evoluzione delle aspettative e ricalca quanto già detto in precedenza.

I rendimenti dell'Euribor a diversa scadenza hanno seguito una tendenza al rialzo risultata particolarmente significativa nel periodo tra la fine di ottobre e la fine di novembre del 2005. Attualmente questa tendenza risulta più accentuata per le scadenze brevi, in coerenza con l'ipotesi che sono attesi ulteriori aumenti del Repo in un futuro non lontano.

Anche i tassi a lunga, a partire da ottobre, hanno seguito, sia pur con ampie oscillazioni, una tendenza al rialzo. Dopo i minimi del giugno dello scorso anno l'Eurirs (*Euro interest rate swaps*) ha recentemente raggiunto un nuovo massimo per tutte le scadenze da 1 a 10 anni (FIG. 1.8). L'andamento del rendimento dei titoli di Stato è del tutto analogo.

In coerenza con l'ipotesi che le aspettative a lungo termine sui tassi siano relativamente stabili e poco sensibili alla politica monetaria di breve periodo, l'incremento è risultato più contenuto per le scadenze più lunghe, così che il differenziale tra le diverse durate si è ridotto.

**FIG. 1.8: I tassi a lunga, gli Eurirs per scadenza**



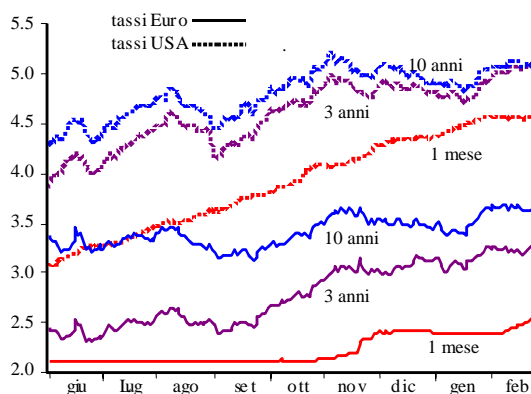
Fonte: Reuters; periodo: 1 ott. 2005 - 3 marzo 2006.

**Un confronto tra i tassi europei e americani**

I tassi a breve europei sono tuttora di circa 2 punti sotto quelli americani in seguito alla politica restrittiva seguita dalla FED negli ultimi due anni (FIG. 1.9). Essa, anche recentemente (31 gennaio 2006), ha aumentato il *federal funds rate* di 25 punti base, portandolo al 4,50%, due punti in più dell'attuale livello del Repo (2,50%). Per la Fed si è trattato del quattordicesimo incremento consecutivo introdotto a partire dal 30 giugno 2004.

Questo differenziale tra i tassi a breve delle due economie, che si era progressivamente allargato nel tempo, si è però parzialmente ridimensionato a partire da febbraio per l'attesa, poi confermata, di un aumento del tasso ufficiale europeo.

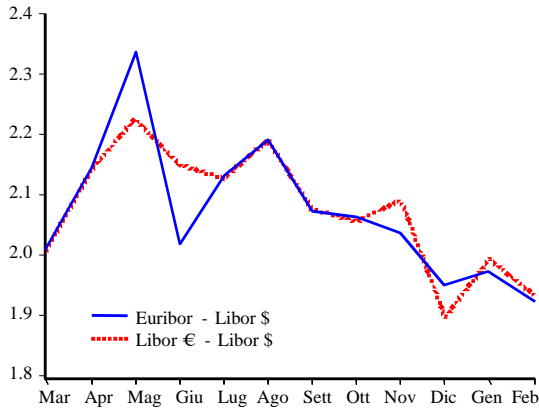
**FIG. 1.9: I tassi europei ed americani negli ultimi mesi**



Fonte: Reuters e Fed; periodo: 1 giugno 2005 - 3 marzo 2006.

Al momento, comunque, il mercato si attende un'ulteriore, seppur modesta, riduzione del differenziale fra i tassi a scadenza mensile delle due aree economiche. E' infatti previsto un aumento dei tassi a breve europei superiore a quello dei corrispondenti tassi americani: il differenziale fra i tassi impliciti a un mese americano ed europeo (FIG. 1.10), legato alle aspettative, risulta tendenzialmente in flessione.

**FIG. 1.10: Differenziale dei tassi impliciti a scadenza mensile Usa-Euro**



Fonte: Il Sole 24 Ore e nostre elaborazioni; valori al 3 marzo '06.

I tassi *swaps* decennali americani ed europei hanno continuato a muoversi parallelamente ed entrambi sono cresciuti nel periodo gennaio-febbraio 2006. Il loro differenziale, che negli ultimi mesi oscillava stabilmente attorno ai 100-120 punti base, si è lievemente ridotto durante i primi due mesi di quest'anno. I rendimenti *swaps* a media scadenza (3 anni) sono in crescita in entrambe le aree, con oscillazioni di breve periodo legate a quelle dei decennali. Negli USA, comunque, i tassi a media scadenza risultano ormai allineati a quelli a lunga. Anche questo è un sintomo che gli operatori si attendono la fine degli interventi restrittivi da parte della Fed e che poi i tassi rimarranno costanti o addirittura si ridurranno. Lo *spread* tra i tassi a lunga americani ed europei potrebbe quindi ancora ridursi.

### I tassi *corporate*

Negli ultimi mesi l'andamento del mercato dei *corporate bonds* ha confermato la fine del periodo di restringimento degli *spread* e l'avvio di una fase di stabilizzazione, se non di ampliamento, del differenziale di rendimento rispetto ai titoli governativi (TAB. 1.3).

Nel frattempo le scelte degli investitori sono divenute sempre più mirate ed attente nella ricerca di emissioni obbligazionarie caratterizzate da modesti rapporti di rischio-rendimento. Le preferenze si sono pertanto rivolte ai prestiti a scadenze non lunghe ed elevati livelli di *rating*. Considerando il profilo settoriale, sono stati penalizzati i comparti dai quali è attesa un'intensificazione dell'attività di fusione e di acquisizione tra società, fenomeni che tradizionalmente implicano un aumento delle emissioni di obbligazioni in termini di numero e ammontare dei prestiti.

**TAB. 1.3: Spread tra obbligazioni *corporate* e titoli di Stato in Europa**

	M.D.	Rend.	Spread (p.b.)	Variazione Spread			
				1 mese	3 mesi	6 mesi	12 mesi
AAA	2,3	3,22	8	0	1	0	1
AA	2,4	3,31	16	1	1	2	2
A	2,2	3,42	28	0	2	0	5
BBB	2,3	3,54	40	-2	1	-5	-13
AAA	5,2	3,52	11	-2	3	4	3
AA	5,1	3,59	17	0	3	6	6
A	5,0	3,83	42	4	9	11	16
BBB	4,8	4,06	67	2	0	2	11
AAA	11,1	3,89	21	0	3	4	8
AA	11,1	4,06	37	3	6	8	13
A	10,2	4,47	81	9	14	19	42
BBB	10,8	4,65	99	7	14	13	6

Fonte: MSCI e Bloomberg, nostre elaborazioni; dati al 2 mar 2006. Gli *spread* sono calcolati rispetto ai titoli governativi tedeschi pari *modified duration* ed elaborati in termini di media mobile a 5 sedute. M.D. = modified duration.

Ulteriori elementi sfavorevoli all'evoluzione degli *spread* dei *corporate bonds* derivano sia dalle politiche monetarie sempre meno accomodanti decise dalle maggiori banche centrali, sia dall'andamento delle insolvenze. In tal senso, le statistiche di Moody's riferite al 2005 hanno posto in luce un deterioramento del panorama. In tale periodo si è infatti registrato un incremento del numero delle insolvenze

(45 contro 40 dell'anno precedente) e dell'ammontare (da circa 17 a oltre 29 miliardi di dollari). Inoltre, il *default rate* delle emissioni con *rating* inferiore all'*investment grade* – che in gennaio si è attestato all'1,8% – è stimato da Moody's in ascesa sino al 3,3% nei prossimi dodici mesi. Questa previsione riflette anche l'evoluzione dell'attività di revisione dei giudizi: al riguardo si può far riferimento all'andamento del rapporto *upgrade-downgrade / nr. Totale di emittenti con rating* (FIG. 1.11). Tale rapporto – in sensibile miglioramento nell'ultimo triennio – appare ora in fase di stabilizzazione negli Stati Uniti e in calo in Europa.

In sintesi si può dire che negli ultimi anni il mercato delle obbligazioni *corporate* ha beneficiato degli elevati ritmi di espansione dell'economia USA, del miglioramento dei risultati aziendali e dell'abbondante liquidità presente nel sistema. Le politiche monetarie meno accomodanti ed i crescenti rischi, legati sia alla citata attività di *merger&acquisition*, sia ai modesti livelli di *spread* oggi prezzati dal mercato, inducono alla cautela. Esistono infatti

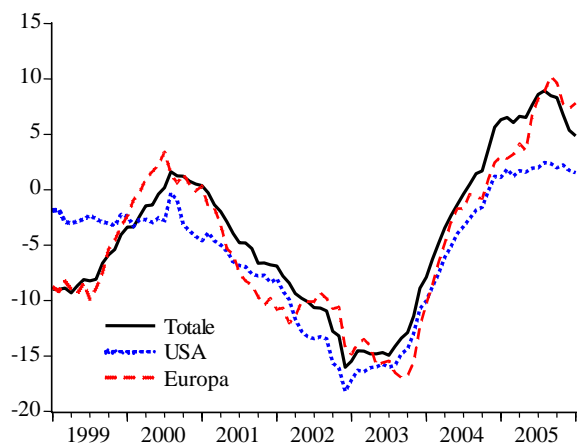
non trascurabili rischi di allargamento del differenziale di rendimento a fronte di opportunità di *upside* dei corsi sempre più difficili da individuare.

### I tassi bancari nella zona-Euro

L'aumento dei tassi di mercato in questi ultimi mesi è stato solo in parte accompagnato, almeno fino a dicembre (ultimi dati disponibili), da un analogo movimento dei tassi bancari della zona-Euro. In particolare occorre distinguere fra i tassi delle nuove operazioni e quelli delle consistenze, fra i tassi a breve e quelli a lungo termine.

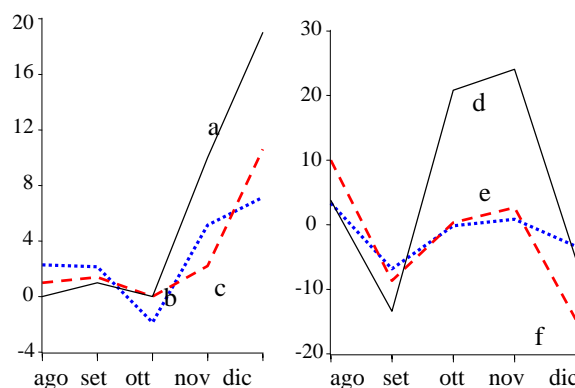
Per quanto riguarda le nuove operazioni, la FIG 1.12 mostra come, nonostante la vischiosità di molti tassi bancari e il ritardo con cui gli indicizzati reagiscono ai tassi di mercato, nella zona-Euro le variazioni dei tassi a vista e di quelli a breve o indicizzati risentono dei movimenti dei tassi del mercato monetario, mentre quelli a lunga a tasso fisso risentono dei movimenti dei rendimenti di mercato di pari scadenza.

**FIG. 1.11: Moody's Rating Drift**



Fonte: Moody's e Thomson Financial Datastream, nostre elaborazioni; periodo: gen. 1999 – gen. 2006; *trailing* di 12 mesi. Valori % così calcolati: *upgrade-downgrade / emittenti con rating*.

**FIG. 1.12: I tassi bancari e i tassi di mercato**  
(variazioni mensili, valori in punti base)



Fonte: BCE, Rueters e nostre elaborazioni; (a) = Euribor a 1 mese, (b) = prestiti a breve, (c) = Raccolta a breve, (d) = media swaps 5-10 anni, (e) = impieghi oltre 5 anni, (f) = imprese > 10 mln e famiglie (esclusi mutui). I tassi bancari si riferiscono alle medie semplici delle voci corrispondenti.

Pertanto, a dicembre, l'aumento dei rendimenti di mercato a breve e la temporanea riduzione dei tassi a lunga hanno innestato movimenti di segno opposto nei tassi bancari, in accordo con la durata delle operazioni. E' evidente, comunque, che, considerando un periodo più lungo, l'attuale tendenza al rialzo dei tassi di mercato non potrà che determinare un aumento generalizzato dei tassi bancari su tutte le nuove operazioni e questo è plausibilmente già avvenuto nei primi mesi del 2006 quando anche i tassi di mercato a lunga sono significativamente cresciuti. Considerazioni parzialmente diverse possono invece valere per le consistenze, il cui rendimento è una media ponderata tra il rendimento delle attività già in essere e quello delle nuove operazioni. Nel caso del credito a lunga non indicizzato, il rendimento delle consistenze continuerà ancora a ridursi per qualche tempo perché il rendimento medio degli stock in essere è relativo ad operazioni effettuate in un passato relativamente lontano, quando i tassi di mercato erano più alti degli attuali.

Passando a un confronto tra i livelli dei tassi medi praticati dalle banche nell'insieme della zona-Euro divisi per tipologie di credito, risultano particolarmente elevati i tassi praticati sugli scoperti di c/c (specialmente per le famiglie:

9,77% contro 5,12% per le imprese) e il credito al consumo (dal 6,36 al 7,40%). Molto bassi sono invece ancora i tassi praticati sulle nuove operazioni di credito immobiliare e, ancor più bassi, quelli dei prestiti a breve di importo superiore a 1 milione di euro erogati alle imprese (3,22%): questi ultimi sono, però, anche i più veloci ad adeguarsi all'andamento dei tassi di mercato, e quindi dovrebbero salire più degli altri nei prossimi mesi. Un confronto indicativo tra il costo del credito per le imprese e il rendimento del *corporate bonds* è riportato nella TAB. 1.4.

### I prezzi delle azioni e il cambio

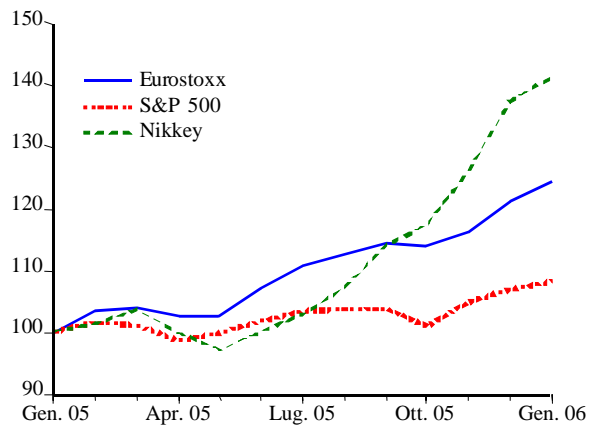
Il 2005 è stato un anno ancora favorevole per i mercati azionari (FIG 1.13). La tendenza è stata al rialzo, pur con alcune fluttuazioni che hanno coinvolto contemporaneamente i diversi mercati. L'entità dell'aumento dei corsi non è stata omogenea tra i vari mercati. Per quanto riguarda le principali economie avanzate, l'aumento dei prezzi è stato molto più sensibile in Giappone che in Europa, e in quest'ultima più che negli Stati Uniti. Va comunque tenuto presente che la borsa giapponese partiva da un livello molto

**TAB. 1.4: Tassi sui prestiti alle imprese e rendimento dei *corporate bonds***

Tasso:	1-5 anni		oltre 5 anni	
	M.D.	Rend.	M.D.	Rend.
<b>Prestiti</b>				
fino a 1mln	-	4,50	-	4,10
oltre 1 mln	-	3,58	-	3,93
<b>Corporate bonds</b>				
AAA	2,3	3,22	8,15	3,71
AA	3,4	3,31	8,10	3,82
A	2,2	3,42	7,60	4,15
BBB	2,3	3,54	7,80	4,40

Fonte: BCE (dati di dicembre 2005), TAB. 1.3 e nostre elaborazioni; M.D. = *modified duration*.

**FIG. 1.13: L'andamento degli indici azionari in Europa, USA e Giappone**



Fonte: BCE; dati mensili; periodo gen. 2005 – gen. 2006.

basso per la lunga crisi economica, durata più di un decennio, che aveva colpito quel paese. Di contro, gli USA sono stati i primi ad uscire dalla crisi economica di inizio millennio e la diminuzione percentuale dello Standard&Poor era stata più bassa di quella degli altri due indici mentre, fino al 2004, la ripresa più rapida e sostenuta.

Anche a livello mondiale (TAB. 1.5) è ormai in atto da tre anni un aumento generalizzato dei corsi, seppure di entità molto differenziata. In particolare, i mercati più dinamici sono risultati l'America Latina e l'Est Europa che, anche negli ultimi 12 mesi, sono cresciuti dell'80% circa.

**TAB. 1.5: La crescita dei prezzi nei vari mercati e settori azionari a livello mondiale**

Mercati	periodo			
	3 m.	6 m.	1 a.	3 a.
<b>Zona geografica:</b>				
Italia	7,3	9,9	18,5	76,6
Europa	6,6	14,1	25,1	91,0
Nord America	-0,1	12,2	20,3	49,1
Giappone	4,7	25,7	38,5	88,2
Asia	5,9	22,8	36,3	99,1
America Latina	14,7	46,7	78,7	317,2
Est Europa	22,1	39,4	79,6	251,0
Mondo	2,5	14,2	23,8	65,7
<b>Comparti:</b>				
Tecnologia	-1,9	14,2	23,1	49,5
Finanziario	4,5	21,4	29,7	82,9
Medico/Farmaceutico	0,6	8,3	20,6	32,4
Immobiliare	9,1	19,2	39,7	110,6
Risorse Naturali	8,0	25,6	31,1	109,1
Reddito fisso	-0,6	-1,7	3,3	13,7

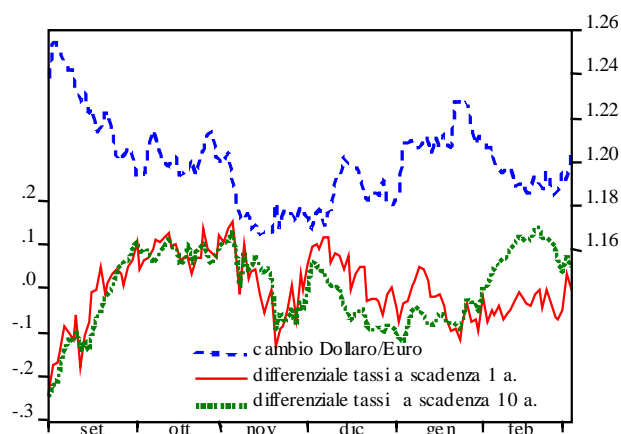
Fonte: Morningstar, valori al 3 marzo 2006. Rendimenti % in euro.

Per quanto riguarda i comparti azionari, invece, la crescita più elevata ha riguardato i due settori denominati "risorse naturali" (sono cresciuti i prezzi delle materie prime) e "immobiliari" (c'è stato un forte incremento del prezzo degli immobili), ma anche il settore finanziario ha segnato una forte crescita. Nell'ultimo semestre il reddito fisso ha invece segnato un risultato negativo per l'aumento generalizzato dei tassi d'interesse.

I mercati azionari sembrano ancora abbastanza solidi, nonostante la forte ascesa dei corsi. A livello mondiale le prospettive di crescita economica sono ancora buone e gli utili della maggior parte delle imprese soddisfacenti. A fine dicembre 2005, inoltre, la media dei *price-earning ratio* calcolati sugli utili attesi di USA, zona-Euro, UK e Giappone era di circa 15, contro un valore di 20 raggiunto nel 2002 quando i prezzi delle azioni erano al loro minimo: l'aumento dei prezzi degli ultimi anni è quindi inferiore a quello degli utili.

Dopo una discesa che è continuata sino alla fine di settembre (FIG. 1.14), il cambio dollaro/euro ha oscillato attorno a un valore prossimo a 1,19 con movimenti speculari a quelli dei differenziali dei tassi d'interesse americani ed europei. L'attesa di un progressivo aumento dei tassi della zona-Euro, che si è riflesso in un aumento dei tassi di mercato, ha quindi contribuito a rafforzare la nostra moneta.

**FIG. 1.14: Il cambio dollaro-euro e il differenziale dei tassi**

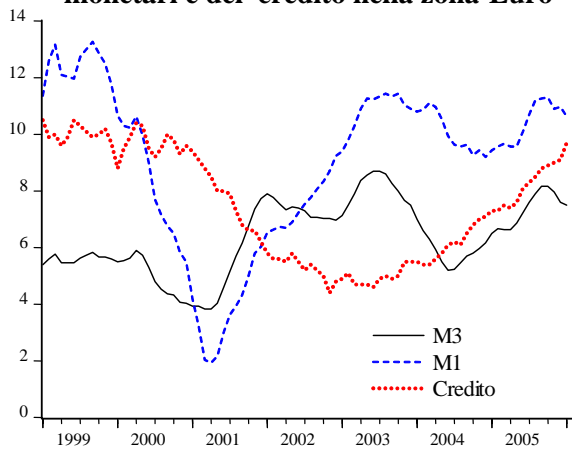


Fonte: BCE, FED e nostre elaborazioni; periodo 1 sett. 2005 – 3 marzo 2006 (cambio: scala a destra).

**Gli aggregati monetari e creditizi**

A gennaio 2006 la crescita della moneta e del credito risultava ancora molto elevata nella zona-Euro (+7,6% la M3, +10,2 la M1 e +9,7 i prestiti), anche se per la moneta, sia nella definizione allargata M3 che in quella più ristretta M1, si nota un piccolo rallentamento per quanto riguarda le medie trimestrali (FIG. 1.15).

**FIG. 1.15: Crescita annua degli aggregati monetari e del credito nella zona-Euro**



Fonte: BCE; per la moneta medie mobili trimestrali; periodo gennaio 1999 – gennaio 2006.

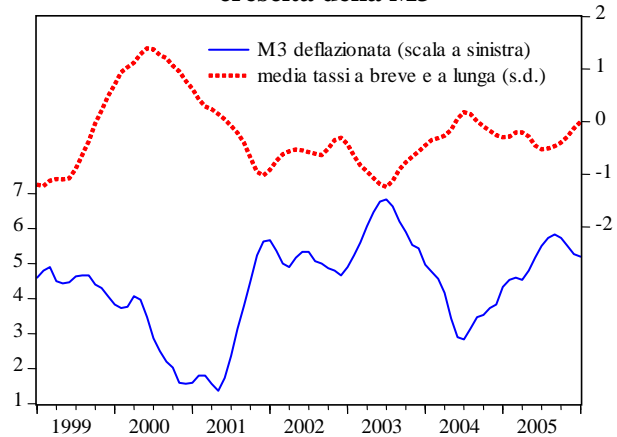
La crescita ancora molto accentuata degli aggregati preoccupa la Banca Centrale per il suo potenziale impatto inflazionistico di medio-lungo periodo. Fortunatamente, però, come già sottolineato in precedenti numeri di *Osservatorio*, il processo in atto è trainato dalla *domanda* (la moneta cresce perché la sua domanda è alta, un fenomeno imputabile ai bassi tassi d’interesse). Il potenziale inflazionistico sarebbe molto maggiore se la crescita fosse riconducibile a un fenomeno di *offerta* (per esempio a un eccessivo finanziamento monetario del settore pubblico).

In ogni caso, comunque, l’aumento dei tassi in atto nella zona-Euro dovrebbe contribuire a ridurre la crescita della moneta. Come emerge dalla FIG. 1.16, infatti, l’andamento della M3 è speculare alla variazione dei tassi d’interesse: a

un aumento del tasso di un punto corrisponde una riduzione della crescita della moneta di oltre 1,5 punti percentuali.

Per quanto riguarda il credito, le componenti più dinamiche continuano ad essere i prestiti a medio lungo termine alle imprese (a dicembre la crescita dei prestiti con scadenza da 1 a 5 anni era +8,6% e quelli dei prestiti a scadenza oltre i 5 anni +9,1%) e i mutui delle famiglie per l’acquisto di immobili (+11,5%). Queste percentuali risultano superiori a quelle di qualche mese fa e non presentano ancora alcun sintomo di rallentamento.

**FIG. 1.16: Variazione di tassi d’interesse e crescita della M3**



Fonte: BCE e nostre elaborazioni; periodo gen. '99 – gen. '06.

**3. Aggregati e tassi bancari in Italia**

**La raccolta.** I dati relativi al terzo quadrimestre del 2005 confermano la sostenuta crescita della raccolta bancaria diretta che ha caratterizzato l’intero anno (TAB. 1.6). Tuttavia, già a partire dal mese di settembre si rilevano tassi di variazione inferiori a quelli registrati nella prima parte del 2005 (il picco è stato raggiunto a luglio con un tasso pari al 9,2%). Il rallentamento della crescita di questo aggregato ha interessato in qualche misura tutte le componenti della



raccolta, anche se si è rivelato più netto per le obbligazioni. Nonostante tali strumenti continuino ad espandersi a ritmi sostenuti (9,2% a gennaio 2006), non mostrano più i tassi di incremento a due cifre rilevati della prima parte dello scorso anno (nel periodo gennaio-luglio 2005 il tasso di crescita medio è stato superiore all'11%). Sul futuro andamento di questo strumento di raccolta pesano peraltro le incertezze legate all'applicazione delle novità introdotte dalla Legge sul Risparmio (L. 262/05) che prevede, tra l'altro, la preventiva comunicazione dell'emissione alla Consob e l'approvazione da parte dello stesso organo di un documento informativo. Secondo il parere delle banche, tali modifiche – temporaneamente sospese mediante l'emanazione di successivi atti legislativi (tra cui il c.d. “decreto milleproroghe”, successivamente convertito in legge) – potrebbero appesantire l'onere delle procedure di emissione di obbligazioni, rendendo così tali strumenti meno appetibili per gli investitori. Sono probabilmente questi timori, oltre alle attese di rialzo dei tassi, che hanno determinato un consistente numero di emissioni nella primissima parte dell'anno.

Per quanto riguarda i depositi e la loro componente più rilevante, quella dei conti correnti, si rileva una sostanziale stabilità del tasso di incremento mensile nel quadrimestre (7% circa). Si segnala, inoltre, l'inattesa crescita dei depositi con durata prestabilita (segnatamente CD) che, pur continuando a rappresentare una quota poco superiore al 5% del totale dei depositi, nel mese di dicembre ha toccato il +4% dopo oltre 5 anni di continua riduzione. Infine, è proseguita, seppur con una brusca frenata a dicembre (6% rispetto a tassi a due cifre), la sostenuta dinamica dei pronti contro termine che rappresentano quasi il 10% dei depositi bancari. I dati di fine gennaio confermano il sostanziale assestamento della raccolta bancaria, che sembra

motivato dal crescente interesse per forme di investimento meno liquide e più redditizie. Quest'ultima considerazione sembra essere altresì all'origine della ripresa della cosiddetta raccolta indiretta e in particolare di quella gestita dalle banche. La raccolta indiretta, composta dai titoli di terzi in deposito al valore nominale, esclusi quelli emessi dalle banche segnalanti, è infatti tornata a mostrare tassi di variazione decisamente positivi (2,6% a dicembre) dopo oltre 3 anni in cui si era registrato un suo calo o al più una sostanziale stabilità. Ancora più movimentata la dinamica della componente gestita (rilevata al valore di mercato e costituita in larga misura da gestione di fondi) è aumentata a dicembre di oltre il 7% grazie alla rivalutazione degli asset sottostanti.

**TAB. 1.6: La raccolta delle banche italiane**  
(variazione sui 12 mesi)

	2005				2006
	Set	Ott	Nov	Dic	Gen
Depositi	6,9	6,9	7,0	7,2	7,0
<i>di cui:</i>					
- a vista	6,9	6,8	7,0	8,1	6,9
- con durata prestabil.	-2,1	-0,9	0,3	4,0	1,5
- rimborsabili c/preav.	3,9	3,3	2,6	2,5	1,9
- pronti c/termine	15,4	16,0	15,4	5,8	16,4
Obbligazioni	9,2	8,4	8,7	9,4	9,2
Raccolta diretta totale	7,8	7,5	7,7	8,0	7,8
Raccolta indiretta totale	1,9	2,0	2,3	2,6	
<i>di cui:</i>					
- raccolta gestita	2,8	3,8	5,8	7,4	

Fonte: Banca d'Italia.

**Gli impieghi e le sofferenze.** Complessivamente il 2005 si è connotato per una sostenuta ripresa della crescita degli impieghi bancari, che riporta i tassi sui valori mediamente riscontrati nel 2001. Anche nel terzo quadrimestre dello scorso anno questo aggregato è infatti cresciuto a tassi superiori all'8%. Verso la fine del 2005, tuttavia si è registrata una lieve flessione (7,7% a dicembre (TAB. 1.7)). Il dato di gennaio 2006 (7%), che conferma la minore dinamica della

crescita, potrebbe essere interpretato come il di ingresso in una fase di normalizzazione della domanda di credito, sulla scia della tendenza rialzista del costo del credito.

**TAB. 1.7: Gli impieghi delle banche italiane**  
(variazione sui 12 mesi)

	2005				2006
	Set	Ott	Nov	Dic	Gen
Impieghi totali	8,3	8,8	8,3	7,7	7,0
<i>di cui:</i>					
- a breve	-0,4	1,7	0,4	2,2	1,8
- a medio/lungo	14,3	14,2	14,1	13,1	11,8
Sofferenze lorde	2,5	0,6	0,6	-16,6	
Impieghi a società	6,5	6,9	6,5	5,1	4,2
<i>di cui:</i>					
- con scadenza <1 a.	1,0	2,5	2,2	1,0	1,2
- con scadenza > 1 a.	10,6	10,1	9,8	8,2	6,5
- sofferenze	3,2	0,4	0,7	-15,5	
Prestiti a famiglie	13,0	12,9	12,8	11,7	11,2
<i>di cui:</i>					
- credito al consumo	16,6	15,8	15,6	16,3	15,8
- acquisto abitazione	17,7	17,5	17,6	17,4	16,6
- sofferenze	2,2	1,6	1,1	-18,4	

Fonte: Banca d'Italia.

Dinamiche non propriamente allineate si riscontrano nelle due componenti – rispettivamente, a breve e a medio-lungo termine – dei prestiti. Dopo un lungo periodo di stagnazione il credito a breve termine sembra infatti nuovamente in aumento, anche se a tassi ancora contenuti (2,2% a dicembre e 1,8% a gennaio 2006). La crescita dell'aggregato complessivo è guidata in parte dalla domanda delle imprese e, soprattutto, da quella delle famiglie: la domanda di credito al consumo continua infatti a crescere a ritmi molto sostenuti, e ciò sia per la crescente predisposizione delle famiglie ad indebitarsi, anche per fronteggiare spese correnti un tempo non ritenute prioritarie, sia per l'interesse dimostrato dalle banche che stanno investendo massicciamente in questo segmento del mercato (su questi aspetti si veda l'apposito approfondimento).

Per contro, i prestiti a medio-lungo termine hanno subito un rallentamento rispetto ai precedenti mesi dell'anno, sebbene continuano ad espandersi a ritmi molto elevati (13% a dicembre). Il fattore determinante di questa dinamica è sicuramente la domanda di credito a scadenza protratta da parte delle imprese: questo aggregato, dopo la forte accelerazione dei mesi estivi (in cui cresceva oltre il 10%), ha infatti subito una decelerazione nei mesi invernali presumibilmente anche a causa dell'elevata consistenza di risorse ormai accumulate in passato e spesso destinate a investimenti finanziari. Anche la domanda di mutui da parte delle famiglie ha fatto segnalare una lieve riduzione dei tassi di crescita, pur confermandosi la componente trainante dell'intera domanda di credito.

Nonostante l'abbondanza di credito concesso dal sistema bancario e la sfavorevole situazione congiunturale, non si è verificato il temuto peggioramento della qualità del portafoglio crediti delle banche. Al contrario, l'incidenza delle sofferenze sul totale degli impieghi si è ridotto costantemente nell'arco dell'anno, e in particolare nell'ultimo quadrimestre, periodo in cui è stata realizzata una consistente operazione di cessione di crediti in sofferenza da parte di un primario gruppo bancario. Si conferma quindi la capacità del sistema bancario di selezionare accuratamente i prenditori anche in una fase di accesa concorrenza. La rilevanza del rischio di credito e la crescente sensibilità per questo aspetto, indotta anche dall'attuale approccio della regolamentazione, hanno infatti spinto le banche ad effettuare cospicui investimenti per affinare le tecniche di selezione e monitoraggio del rischio con riferimento sia alle imprese, sia alle famiglie.

**L'evoluzione dell'attività creditizia a favore delle famiglie.** Nel 2005 è ulteriormente aumentato il tasso di indebitamento delle famiglie

italiane. I prestiti concessi dalle banche a questo settore sono cresciuti mediamente del 13% (12% nel 2004), percentuale di gran lunga superiore alla media dell'Eurozona (9%). Tale andamento è il risultato di condizioni creditizie molto accomodanti, oltre che di una crescente propensione all'indebitamento.

La domanda si è prevalentemente polarizzata sui mutui-casa e sui finanziamenti finalizzati all'acquisto di beni durevoli, di consumo e servizi. In particolare, la crescita media annua del 18% realizzata dai mutui-casa ha rispecchiato gli effetti di un'ulteriore salita dei prezzi dell'edilizia residenziale (+8% la stima per il 2005 contro +10% nel 2004 [Nomisma]) e di un residuo cauto atteggiamento dei risparmiatori nei confronti dell'investimento finanziario. Viceversa, l'espansione del credito al consumo (+16% in media), è da ritenersi più strutturale, collegata al progressivo avvicinamento delle famiglie italiane a modelli comportamentali da tempo consolidati nei più avanzati paesi occidentali.

Oltre che il risultato di una modifica nei modelli comportamentali, l'espansione del credito alle famiglie è il risultato della crescente attenzione rivolta dalle banche verso questo segmento di clientela: esso risulta caratterizzato da un basso grado di rischio e da margini di guadagno superiori a quelli relativi all'attività con le imprese, anche in considerazione del fatto che il più recente orientamento della regolamentazione sulla solvibilità (segnatamente Basilea 2) prevede per i mutui alle famiglie un inferiore assorbimento di capitale.

In concreto, l'interesse per il segmento *retail* e la sempre più accesa concorrenza tra banche in questo comparto ha dato avvio a un intenso processo di innovazione nei prodotti offerti. Sul fronte dei finanziamenti per la casa, i prodotti offerti si caratterizzano per una progressiva

accentuazione della flessibilità nella definizione delle condizioni del contratto. Diversamente dai mutui tradizionali che presentavano una sostanziale uniformità relativamente alla durata, solo occasionalmente superiore a 15-20 anni; al piano di ammortamento, basato su rate costanti formate da interessi e capitale; alla determinazione del tasso; al valore dell'immobile finanziabile ecc., i mutui attualmente offerti consentono di finanziare talvolta anche più del 100% del valore della casa; di scegliere i tempi in cui rimborsare il capitale, e cioè, sin dall'inizio dell'ammortamento, ovvero solo dopo un certo numero di anni, o ancora entro alcune date fissate dal contratto; di scegliere il tasso in base al quale computare gli interessi facendo ricorso a un'ampia serie di combinazioni tra tassi fissi, tassi variabili, con possibilità di cambiare regime nel corso del contratto, con *cap*, ecc.. L'innovazione si è altresì tradotta nell'allargamento dei *target* di clientela interessati dalle politiche di *marketing*, orientate verso tipologie di clientela *retail* in passato ritenute troppo rischiose. Verso la fine dell'anno sono apparsi sul mercato mutui indirizzati a lavoratori atipici o a basso reddito (categoria che ricomprende gli extra-comunitari) e sono comparsi i primi studi sulle potenzialità dei prestiti vitalizi ipotecari. Questi ultimi strumenti sono diffusi in paesi quali gli USA e il Regno Unito dove sono noti come *reverse mortgage* e *lifetime mortgage* e sono indirizzati a persone non più giovani (negli USA sono riservati a chi ha più di 65 anni e nel Regno Unito più di 52 anni). Essi prevedono l'iscrizione di un'ipoteca sull'abitazione del prenditore che ottiene così un prestito in percentuale del valore dell'abitazione, per il quale non è tenuto ad alcun rimborso, o al più, al solo pagamento degli interessi. Alla morte del prenditore la banca si rivale sull'immobile per



ottenere il rimborso del capitale dovuto e degli eventuali interessi non pagati.

Sono altresì stati offerti i primi mutui per il consolidamento dei debiti precedentemente accesi, siano essi mutui, prestiti personali o finalizzati: in tal modo si consente di estinguere le posizioni pregresse – per le quali vi erano verosimilmente difficoltà nel servizio del debito – e stipulare un nuovo contratto che risponde maggiormente alle attuali esigenze del mutuatario e alle sue capacità finanziarie.

Sul versante del credito a breve termine, l'andamento della domanda risente anche della progressiva diffusione dei mezzi di pagamento alternativi al contante. Come emerge dal recente rapporto di Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, negli anni recenti è proseguito il processo di sostituzione di contante e assegni con carte di debito e credito. In particolare, a fine 2004 il 29% delle famiglie deteneva una carta di credito (25,3% nel 2002). Anche in questa area di attività si assiste a un'intensa concorrenza tra gli intermediari che ha dato vita a innovazioni di prodotto caratterizzate, analogamente a quanto visto per i mutui, dalla maggiore flessibilità di utilizzo – solitamente il credito viene concesso entro un massimo di 48 ore – nonché dalla flessibilità di rimborso. Con riguardo a questo ultimo aspetto, si rileva che sia nelle carte *revolving* sia nei prestiti personali – ossia le principali forme tecniche attraverso le quali banche e società finanziarie concedono prestiti personali – è quasi sempre prevista la possibilità di modificare il piano di rimborso del credito, o posticipando la rata, o riducendone l'importo. E' evidente che la maggiore flessibilità assicurata al cliente comporta per l'intermediario finanziatore una maggiore incertezza e quindi maggiori oneri, rispetto ai prodotti tradizionali.

L'elevato potenziale di crescita dell'attività creditizia con le famiglie rende questa tipologia

di business particolarmente attrattiva sia per gli operatori nazionali, sia per quelli esteri, in particolar modo quelli operanti in paesi come il Regno Unito e gli USA, i quali, da un lato, dispongono di una vasta *expertise* e, dall'altro, nei paesi di origine si trovano a competere in mercati quasi saturi.

Un'ultima considerazione concerne i timori circa un eccessivo indebitamento delle famiglie italiane: di fatto, essi non sembrano trovare fondamento né nella dinamica delle sofferenze, molto contenuta durante tutto il 2005 e scesa ulteriormente a fine anno, né nei dati di confronto internazionale, dai quali emerge che, nel 2004, le passività finanziarie delle nostre famiglie rappresentavano il 37% del PIL, a fronte del 50% della Francia e del 71% della Germania. A ciò si aggiunga che il livello di risparmio del nostro paese, pari al 12-13% del reddito disponibile, rende possibile una buona copertura del debito. Nel 2004, in Italia, le attività finanziarie delle famiglie erano pari a 6,5 volte le passività, laddove tale rapporto si attestava a 4,5 nella media dell'area dell'euro.

La solidità finanziaria delle famiglie italiane dovrebbe essere pertanto in grado di attenuare anche la maggiore esposizione al rischio derivante da un sostenuto incremento dei tassi di interesse. E' noto, infatti, che gran parte dei prestiti alle famiglie viene stipulata a tasso variabile: più in particolare i dati indicano che tra gennaio e settembre 2005 oltre l'85% dei nuovi mutui-casa è stato stipulato a tasso variabile o rinegoziabile entro l'anno, contro una media europea del 60%.

**I titoli in portafoglio.** Proseguendo e intensificando il *trend* iniziato nel corso dell'estate, nell'ultimo quadrimestre del 2005 il portafoglio titoli delle banche italiane ha subito una notevole accelerazione, aumentando a tassi superiori al 20% (TAB. 1.8). Sono cresciute la componente dei titoli

di Stato (14% a dicembre), ma soprattutto quella relativa agli altri titoli di debito (31% a dicembre) che rappresentano in valore quasi la metà dell'intero portafoglio titoli del sistema.

**TAB. 1.8: Il portafoglio titoli** (variaz. 12 mesi)

	2005			
	Set	Ott	Nov	Dic
Portafoglio titoli totale	9,2	10,1	12,9	21,5
di cui:				
- Titoli di Stato	1,8	5,9	10,6	13,8
- altri titoli	20,4	16,5	16,2	31,1

Fonte: Banca d'Italia.

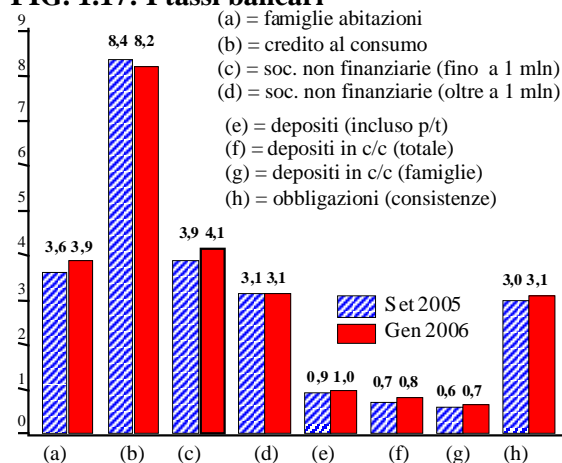
**I tassi bancari.** I tassi bancari nei mesi da settembre a gennaio 2006 (media di tutte le scadenze) sono tendenzialmente risultati in crescita, grazie all'aumento dei tassi di mercato e all'impulso proveniente dall'intervento di dicembre della BCE. Le maggiori variazioni riguardano ovviamente i tassi praticati sulle nuove operazioni, peraltro affetti da una notevole variabilità: in particolare il tasso sui nuovi mutui alle famiglie è aumentato nel quadrimestre di circa 30 punti base; è inoltre aumentato il tasso relativo ai finanziamenti alle imprese di importo inferiore a un milione (+26 punti base), mentre resta sostanzialmente stabile il tasso sui prestiti di maggiore importo e per contro mostra una tendenza ancora prevalentemente discendente il tasso sulle nuove erogazioni di credito al consumo. E' piuttosto evidente l'utilizzo del tasso quale variabile competitiva nel segmento del credito *retail* mentre nel comparto dei mutui sembrano prevalere strategie di *non-price competition*, nel caso del credito al consumo l'andamento non allineato al trend dei tassi di mercato sembra suggerire l'intensificarsi della concorrenza di prezzo. D'altra parte, il preminente ruolo della concorrenza nel contenimento del costo dei prestiti alle famiglie è stato ribadito dalle banche europee anche nella più recente *survey* trimestrale della BCE sulle

condizioni di accesso al credito nell'area dell'euro.

Sul versante della raccolta si osserva un aumento dei tassi, seppur di intensità più modesta di quella dei tassi attivi. I tassi sui conti correnti sono cresciuti tra settembre e gennaio di 7 punti base e quelli sulle obbligazioni di 11 punti base.

Il minor incremento dei tassi passivi rispetto agli attivi ha determinato un aumento dello *spread* che è salito da 4,33 punti a settembre a 4,41 a fine dicembre (FIG. 1.17).

**FIG. 1.17: 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.

#### 4. Imprese e mercato dei capitali

Nel corso del 2005, le 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), sono state caratterizzate dai seguenti fenomeni (TAB. 1.9):

- il volume di risorse complessivamente raccolte è in aumento (+24%) rispetto all'anno precedente;

- la raccolta è da attribuire per due terzi circa alle operazioni di aumento di capitale e per un terzo alle offerte pubbliche di vendita e sottoscrizione. Le operazioni di aumento di capitale si sono concentrate nella seconda parte dell'anno. La raccolta di capitale ha riguardato in misura pressoché uguale società industriali e di servizi e società finanziarie;
- la dimensione media delle operazioni di OPVS risulta significativamente inferiore (pari al 57%) rispetto a quella dell'anno precedente, mentre quella degli aumenti di capitale è più che quadruplicata;
- 15 nuove società hanno fatto il loro ingresso nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA nel periodo considerato. Si è trattato in molti casi di società piccole e medie operanti nel settore industriale;
- alcune delle maggiori operazioni di aumento di capitale (Unipol, BPI) sono collegabili al finanziamento di operazioni (poi non realizzate) di offerta pubblica di acquisto.

**TAB. 1.9: Flussi di denaro canalizzati dalla borsa italiana con offerte di azioni**

	2004	2005
<b>Aumenti di capitale di soc. quotate</b>		
numero operazioni	23	21
denaro raccolto (milioni)	3.254	12.076
Importo medio (milioni)	141,5	575,0
In % della capitalizz. di fine periodo	0,6%	1,8%
In % degli scambi del periodo	0,4%	1,3%
<b>Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.</b>		
numero operazioni	18	18
denaro raccolto (milioni)	11.967	6.796
Importo medio (milioni)	664,8	378,0
In % della capitalizz. di fine periodo	2,1%	1,0%
In % degli scambi del periodo	1,7%	0,7%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

**La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani.** Nel corso del 2005 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento aperti

gestiti da intermediari italiani è stata positiva per 8.443 milioni di euro (TAB. 1.10). 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 4.480 e 9.468 milioni di euro) mentre una raccolta netta positiva è stata registrata dai fondi bilanciati (1.135 milioni di euro), obbligazionari (10.841 milioni di euro) e flessibili (5.949 milioni di euro). La concentrazione del settore continua a rimanere molto elevata e relativamente stabile: i primi 3 gruppi (Sanpaolo-Imi, Pioneer-Unicredito e Intesa) rappresentavano in termini di patrimonio gestito a fine 2005 il 48% del mercato; i primi 5 gruppi (aggiungendo Fineco-Capitalia e Arca) rappresentavano il 58% del patrimonio totale gestito da intermediari italiani.

**TAB. 1.10: Raccolta netta dei fondi comuni gestiti da intermediari italiani (in milioni di euro)**

Categorie di fondi	2004	2005
Azionari	-2.411	-4.480
Bilanciati	-2.899	1.135
Obbligazionari	-1.337	10.841
Liquidità	-6.800	-9.468
Flessibili	1.128	5.949
Hedge		4.466
<b>Totale</b>	<b>-12.319</b>	<b>8.443</b>

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

**Gli scambi di titoli quotati.** Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA (TAB. 1.11) ha mostrato nel 2005 un sensibile progresso rispetto a quanto osservato l'anno precedente (+44% per gli strumenti azionari). Particolarmente vivaci sono risultati i segmenti dei *securitized derivatives* (triplicati rispetto all'anno precedente) e degli ETF (+170% rispetto all'anno precedente). Significativo il fatto che in entrambi i casi si tratti di strumenti "di secondo livello", che offrono agli investitori la possibilità

di attuare strategie operative sintetiche. Conferma di tale osservazione è il fatto che, nell'ambito dei *securitized derivatives*, il segmento di maggior successo sia stato quello dei *certificates*, che replicano l'andamento dell'attività sottostante (spesso costituita da un paniere). Unico segmento in controtendenza è stato quello dei titoli di Stato, con un arretramento del 22% rispetto all'anno precedente. Sostanzialmente stazionari invece gli scambi su obbligazioni. 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 più che quadruplicati rispetto all'anno precedente, anche a seguito dell'introduzione di numerosi altre attività sottostanti (12 azioni).

## 5. Le decisioni della BCE e le previsioni sui tassi

I motivi che hanno condotto la Banca Centrale Europea ad aumentare per due volte il Repo di 25 punti base, sono stati riportati in molti documenti ufficiali e si ritrovano anche, espressi quasi con le medesime parole, nei testi delle Conferenze stampa del 1° dicembre e del 3 marzo scorso:

(i) I tassi sono stati aumentati perché esiste un *rischio* verso l'alto per la stabilità dei prezzi, il quale è andato accentuandosi nel tempo (TAB. 1.12). Parallelamente a questo, è in atto una *ripresa* dell'economia, anche se non particolarmente accentuata, mentre la moneta e il credito sono in forte ripresa.

(ii) La BCE, con questi due aumenti, ha voluto dimostrare al pubblico di essere risoluta a perseguire il suo obiettivo di medio-lungo periodo di un'inflazione prossima al 2%. Questo, secondo la Banca, è fondamentale per mantenere le aspettative inflazionistiche a un livello coerente con la sua definizione di stabilità dei prezzi (un'inflazione inferiore ma vicina al 2%). L'attesa di un'inflazione più elevata, infatti, determinerebbe pressioni sui nuovi contratti salariali che porterebbe in futuro a un'inflazione effettiva troppo elevata (*second round effect*) e obbligherebbe la Banca Centrale Europea ad attuare una politica particolarmente restrittiva, con danni per la crescita e l'occupazione.

(iii) I tassi d'interesse, anche dopo i due aumenti di 25 punti base, restano ancora particolarmente *bassi* sia in termini nominali che reali. La politica monetaria è quindi, di fatto, tuttora accomodante e gli ultimi incrementi non penalizzano il settore reale, che è comunque già in fase di ripresa. Non

**TAB. 1.11: Scambi sui mercati regolamentati gestiti da Borsa Italiana Spa (milioni di euro)**

Strumento	2004	2005	Var (%)
Totale azioni	660.559	954.796	44,5
Warrant	600	1.038	73,0
Securitized Derivatives	16.468	49.363	199,7
Obbl.convertibili	943	1.275	35,2
Fondi Chiusi	183	277	51,0
Fondi Aperti e ETF	3.226	8.725	170,4
Diritti	350	1.019	191,4
Obbligazioni	10.890	11.067	1,6
Tit. Stato (Mot)	139.338	108.911	-21,8
Strumenti derivati			
Futures su indice			
num.contratti	3.331.843	3.580.695	7,5
val.scambi	467.122	585.445	25,3
Mini-Futures su indice			
num.contratti	1.485.112	1.294.606	-12,8
val.scambi	41.495	42.330	2,0
Futures su azioni			
num.contratti	1.734.256	5.957.674	243,5
val.scambi	7.822	33.734	331,3
Opzioni su indice			
num.contratti	2.220.807	2.597.830	17,0
val.scambi	152.839	209.526	37,1
Opzioni su azioni			
num.contratti	9.500.498	12.493.716	31,5
val.scambi	36.734	54.701	48,9

Fonte: dati Borsa Italiana Spa.

**TAB. 1.12: Proiezioni della BCE  
su inflazione e crescita del PIL**

variabile	data previsione	2005	2006	2007
Inflazione	set. 2005	2,2 ± 0,1	1,9 ± 0,5	-
	dic.2005	2,2 ± 0,1	2,1 ± 0,5	2,0 ± 0,6
	mar.2006	2,2	2,2 ± 0,3	2,2 ± 0,6
PIL	set. 2005	1,3 ± 0,3	1,8 ± 0,5	-
	dic.2005	1,4 ± 0,2	1,9 ± 0,5	1,9 ± 0,5
	mar.2006	1,4	2,1 ± 0,4	2,0 ± 0,5

Fonte: BCE.

alzare i tassi sarebbe stato come effettuare una politica monetaria permissiva.

Che l'affermazione al punto (i) possa essere corretta è corroborato da numerosi elementi. Innanzitutto le ultime "proiezioni" della BCE su inflazione e crescita (TAB. 1.12) risultano coerenti con l'affermazione.

I valori della crescita del PIL e dell'inflazione per il 2006 e 2007 (calcolati nell'ipotesi di Euribor a 3 m. fermo al 2,55%, di cambio del dollaro a 1,21, di prezzo del petrolio a 66,1\$ nel 2006 e 67,5 nel 2007 e di crescita del prezzo in dollari delle materie prime non energetiche pari al 13,7% nel 2006 e 3,8% nel 2007), mostrano come, in assenza di interventi, il valor medio della stima dell'inflazione non sarebbe compatibile con la definizione di stabilità dei prezzi della Banca Centrale Europea (qualcosa in meno del 2%): i valori, già insoddisfacenti a dicembre, sono peggiorati a marzo, nonostante il primo aumento del Repo di 0,25 punti. Al di là del breve periodo, infatti, gli incrementi dei prezzi amministrati e delle imposte indirette introdotti in alcuni paesi dovrebbero influenzare significativamente l'inflazione nel 2006 e 2007; è inoltre attesa un'ulteriore spinta al rialzo dagli effetti indiretti dei passati aumenti del prezzo del petrolio.

Allo stesso risultato si arriva osservando i dati riportati nella TAB. 1.13 dei principali indicatori economici: gli indicatori reali sono in fase di

miglioramento, mentre quelli inflazionistici segnalano un aumento delle tensioni.

Rispetto anche al più recente passato risulta invece ridotta l'enfasi data dalla BCE ai pericoli connessi alla forte crescita dei prezzi degli immobili nella zona-Euro. Questo problema, analizzato in due diversi Bollettini mensili e discusso da Trichet e da altri membri del Consiglio Direttivo, era stato ripreso da alcuni commentatori che l'avevano presentato come *il* principale motivo dell'intervento sul tasso ufficiale. Premesso che nella conferenza stampa di marzo questo problema è considerato solo marginalmente, già a febbraio, comunque, rispondendo ad alcune domande in proposito, Trichet aveva dichiarato che "non vi era alcuno stato d'allarme per la zona-Euro nel suo complesso", anche se il fenomeno andava monitorato perché la forte crescita dei mutui alle

**TAB. 1.13: I principali indicatori economici**

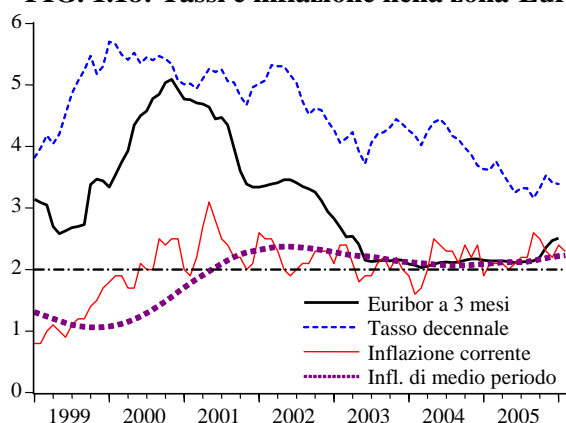
Indicatori	feb. 2005	ott. 2005	mar 2006
Repo	2,0	2,0	2,25
Inflazione	1,9	2,2	2,3
Repo – inflazione (tasso reale)	0,10	- 0,20	-0,05
Δ% produzione beni industr.	3,7	4,1	4,7
Δ% pr. beni industr. (non energ.)	0,8	0,0	0,2
cambio \$/€	1,30	1,20	1,20
(crescita %)	5,3	-3,0	-9,3
Prezzo petrolio (in euro)	33,6	52,2	51,8
(crescita %)	39,7	49,1	46,7
Δ% prod. industriale destag.	0,2	0,6	2,5
Δ% prod.manifatturiera	-0,3	-0,1	2,3
Δ% PIL	1,8	1,1	1,7
Indice clima economico	98,8	100,1	104,1
Eurocoin	0,37	0,39	0,58
Eurogrowth	1,61	1,43	1,98
SPF prev. inflaz.: tra 1 anno	1,7	1,7	1,9
SPF prev. inflaz.: tra 2 anni	1,8	1,8	1,9
SPF prev. PIL: tra 1 anno	1,9	1,6	1,9
SPF prev. PIL: tra 2 anni	2,2	2,0	1,9

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.



famiglie rischia di alimentare ulteriori aumenti dei prezzi degli immobili. Obiettivo della banca è infatti quello di evitare il formarsi di bolle immobiliari piuttosto che intervenire dopo il loro scoppio: in ogni caso è già prassi della BCE monitorare l'andamento del credito e della moneta e dei prezzi di tutte le attività (tra cui quelle immobiliari), di cui tiene conto nelle sue decisioni. L'aumento del Repo, introdotto a scopo antinflazionistico, contribuisce comunque a rallentare anche la crescita della domanda di mutui.

**FIG. 1.18: Tassi e inflazione nella zona-Euro**



Fonte: BCE e nostre elaborazioni. L'inflazione di medio periodo corrisponde all'inflazione effettiva ex-post da comparare con la definizione di stabilità dei prezzi (qualcosa meno del 2%).

Anche i punti (ii) e (iii) sembrano giustificati dalle informazioni disponibili: i tassi d'interesse, sia a breve sia a lunga (FIG. 1.18), sono effettivamente a un livello storicamente molto basso, sia in termini nominali che reali. Gli attuali tassi a breve sono prossimi al tasso d'inflazione, il che determina, a differenza del primo periodo dell'Unione Monetaria (1999-metà 2003), un tasso reale prossimo allo zero, quindi particolarmente permissivo. Negli ultimi anni, inoltre, l'inflazione di medio periodo (calcolata prendendo la media mobile a 18-24 mesi dell'inflazione annua corrente), si è mantenuta sempre in prossimità del 2%, e questo

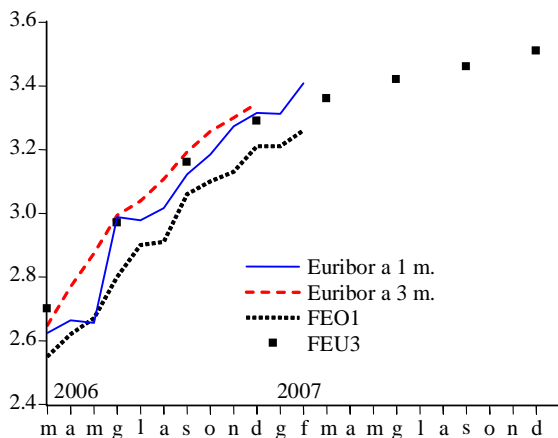
risultato è ormai entrato nelle aspettative dei soggetti economici, con la conseguenza che anche gli incrementi salariali sono sempre stati modesti. Al momento le aspettative a medio-lungo termine del pubblico sono ancora favorevoli (la *Survey of Professional Forecasters* dà un 1,9% d'inflazione attesa per il medio-lungo periodo). Questo risultato, sostiene però la BCE, è legato alla credibilità della politica monetaria, che va salvaguardata mostrando al pubblico come il Consiglio direttivo sia sempre pronto ad intervenire con rapidità per contrastare il sorgere di ogni fenomeno inflazionistico.

Una domanda che ci si può porre è se i due aumenti del Repo già introdotti siano sufficienti per riportare l'inflazione di medio periodo al 2%. La risposta sembrerebbe negativa: mezzo punto in più del tasso a breve non è certamente in grado di incidere significativamente sullo stato del mondo. Nel periodo di crescita dei tassi 1999-2001, il Repo è passato dal 2,50 a 4,75 punti percentuali! D'altro canto va anche tenuto presente che l'attuale potenziale inflazionistico è inferiore a quello dei primi anni di vita dell'Unione Monetaria.

Il mercato quindi sembra non essere in errore se ritiene probabile un ulteriore aumento dei tassi. La FIG. 1.19, che riporta i tassi impliciti dell'Euribor a scadenza 1 e 3 mesi e il FEU3 e il FEO1 (il future sull'EONIA) mostra che le serie, elaborate sui dati del 3 marzo scorso (cioè dopo l'ultimo aumento del Repo), sono tutte al rialzo, e i valori per le scadenze a un mese riferibili alla fine 2006 sono dell'ordine di 3,1-3,3 punti percentuali. Depurando questi valori per una stima dello *spread* di equilibrio tra il Repo e i tassi impliciti e i *futures* relativi alla distanza di un anno, si arriva a una previsione del tasso ufficiale dell'ordine di 3,00 punti (meno probabile 2,75). In ogni caso, anche osservando il rendimento del future sull'Euribor a 3 mesi

FEU3 relativo a date più lontane, emerge l'attesa di un aumento dei tassi, ma non molto elevata e in gran parte in via di esaurimento nei prossimi 12 mesi. La curva dei tassi impliciti a scadenza mensile segnala anche che il mese che il mercato ritiene più probabile per il prossimo aumento del Repo è giugno (si veda lo scalino del grafico in corrispondenza di quel mese).

**FIG. 1.19: Aspettative del mercato per i prossimi mesi: tassi impliciti sull'Euribor e Futures**



Fonte: Il Sole 24 Ore e nostre elaborazioni e Eurex. Valori al 3 marzo 2006.

A questo proposito va ricordato quanto detto da Trichet lo scorso 2 marzo. Da un lato il Presidente ha ribadito che il rischio inflazionistico è ancora orientato verso l'alto e che pertanto la Banca Centrale Europea continuerà a monitorare "strettamente" l'evolversi della situazione per evitare che questi pericoli inflazionistici si concretizzino (espressioni queste che tradizionalmente preannunciano un non lontano aumento dei tassi); dall'altro lato, però, ha anche ripetuto quando affermato in precedenza, e cioè che il Consiglio Direttivo non ha stabilito alcuna serie programmata di aumenti.

Come nel recente passato, quindi, non è agevole individuare le tappe esatte che la Banca Centrale vorrà seguire in questa sua politica, anche se è

probabile che, come già a dicembre e a marzo, qualche giorno prima dell'intervento il Presidente rilascerà delle dichiarazioni sulle intenzioni della Banca Centrale, e questo allo scopo di non creare problemi di liquidità al sistema.

Una nostra stima econometrica, condotta in base ai valori disponibili all'inizio di marzo 2006 dei principali indicatori, darebbe comunque per dicembre un valore del Repo che, arrotondato, risulta pari a 3 punti percentuali, cioè 50 punti base in più degli attuali. Va però osservato che la precisione di questi modelli non è elevata, specialmente per intervalli di tempo superiori a 6 mesi (l'errore è  $\pm 25$  punti base). Essa, comunque, aggiunta alle previsioni del mercato e ai commenti della Banca Centrale, corrobora l'attesa di un incremento del tasso ufficiale da qui a fine 2005-inizio 2006 di 50 punti base (con un intervallo di confidenza da +25 a +75). Il primo aumento potrebbe anche avvenire a giugno (il modello econometrico non respinge quest'ipotesi) anche se, ovviamente, il mese esatto degli interventi della Banca Centrale è particolarmente incerto.

Per completare quanto scritto in precedenza si può aggiungere il risultato di un'inchiesta condotta da *AFX News and Agence France-Presse* tra un gruppo di 31 economisti di banche

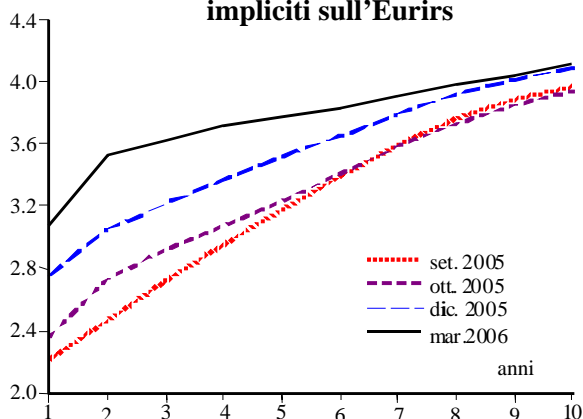
**TAB. 1.14: Repo atteso per fine anno: risultato di un'indagine tra un campione di esperti**

valore Repo	% risposte
2,50	16,2
2,75	22,6
3,00	38,7
3,25	17,7
3,50	4,0
> 3,50	0
media	2,93
mediana	3,00

Fonte: AFX News - Agence France-Presse, sito internet <http://www.euro2day.gr/articlesfna/10160067/>

e società finanziarie. Alla domanda “quale sarà il valore del Repo a fine 2006?” le risposte sono risultate molto variegate perché vanno da un minimo di 2,50 punti (nessun rialzo dopo quello di marzo !!) a 3,50 (un intervento di 25 punti base ogni due mesi, o due interventi da 50 punti base ogni 4 mesi !!). La stragrande maggioranza degli Economisti (il 78,8%) ha comunque indicato un Repo compreso fra 2,75 e 3,25 punti, con un valor medio di 2,93 e una mediana di 3. (TAB. 1.14).

**FIG. 1.20: La recente evoluzione dei tassi impliciti sull'Eurirs**



Fonte: Reuter e nostre elaborazioni. valori al giorno 3 dei mesi indicati.

La previsione per i prossimi mesi è ancora più complicata per quanto concerne i tassi a lunga. La struttura dei tassi impliciti da 1 a 10 anni dell'Eurirs, che è legata alle aspettative a medio-lungo termine del tasso annuale è riportata nella FIG. 1.20: anche se lo spostamento verso l'alto ha riguardato soprattutto la componente più a breve delle curve, dopo ottobre si è spostata in alto anche la parte di destra. Si è trattato però di un movimento *una tantum*: da dicembre a marzo il segmento a lunga è rimasto attestato sui valori di dicembre. Poiché, per definizione, i tassi a lunga sono la media dei tassi impliciti di tutte le scadenze, è chiaro che l'intensità di una crescita dei rendimenti di mercato a lungo termine

dipende anche dal movimento della parte finale della curva dei tassi impliciti. In questo momento, però, la possibilità di una loro forte crescita non è elevata anche perché essi sono condizionati dall'andamento dei corrispondenti tassi americani di cui non è previsto un significativo incremento.

Se questo è corretto, l'attuale tendenza dei tassi a lunga della zona-Euro dovrebbe essere ancora verso l'altro, ma di intensità non particolarmente elevata. L'angolazione della curva dei tassi impliciti corrispondente ai due anni suggerisce anche che l'aumento dei tassi, sia a breve che a lunga, è un fenomeno che, secondo il mercato, dovrebbe esaurirsi entro la fine del prossimo anno.

## 6. Il quadro di finanza pubblica, 2001-2005

Il 1° marzo scorso l'ISTAT ha reso noti i risultati di finanza pubblica per il 2005 ed anche i conti delle Amministrazioni Pubbliche per il periodo 2001-2005, come emergono dopo il processo di revisione del PIL e dei flussi di entrate e spese pubbliche.

Ciò costituisce lo spunto per una ulteriore riflessione sullo scenario di finanza pubblica negli ultimi cinque anni.

### I saldi del Conto delle A.P.

Illustriamo innanzitutto l'evoluzione dei saldi principali del conto delle Amministrazioni Pubbliche, in quanto danno un'idea immediata dell'andamento del quadro generale di finanza pubblica.

**TAB. 1.15: I saldi della P.A. (in % del PIL)**

	2001	2002	2003	2004	2005
Risparmio pubblico	0,8	0,3	-0,8	-0,4	-0,5
Saldo primario	3,2	2,7	1,7	1,3	0,5
Indebitamento netto	3,1	2,9	3,4	3,4	4,1

Tra il 2001 e il 2005 sono peggiorati tutti gli indicatori di bilancio (TAB. 1.15). Il risparmio pubblico, pari allo 0,8% del PIL alla fine del 2001, è ritornato negativo; l'avanzo primario si è ridotto dal 3,2% allo 0,5% del PIL; l'indebitamento netto è aumentato dal 3,1% al 4,1% del PIL. Il sistema italiano di finanza pubblica è dunque ben lontano dal rispetto dei parametri di Maastricht, anche se va sottolineato che altri Paesi europei si stanno confrontando con analoghi problemi. Il peggioramento dei conti pubblici ha infatti interessato anche la Francia e la Germania, dove il disavanzo si mantiene al di sopra del 3% del PIL, e la Grecia, dove ha raggiunto il 6% del PIL. Nella media dei 12 Paesi dell'Unione Monetaria, il rapporto tra disavanzo e PIL è cresciuto dallo 0,9% nel 2000 al 2,8% nel 2004.

#### L'evoluzione delle spese della P.A.

Una delle ragioni del peggioramento dei conti pubblici tra il 2001 e il 2005 risiede nella dinamica sostenuta della spesa corrente al netto degli interessi passivi. Con le ultime leggi finanziarie, infatti, o non sono stati attuati provvedimenti di controllo dei flussi di spesa o sono state introdotte misure che *ex-post* (ma, in alcuni casi, era noto *ex-ante*) sono risultate inefficaci (TAB. 1.16 e 1.17).

**TAB. 1.16: Spese delle Amministrazioni pubbliche 2001-2005** (mld. di euro e tassi di crescita)

	2001	2005	Var % media	Var % media reale
Redditi da lavoro	131,6	155,5	4,3	1,4
Consumi intermedi	64,3	77,3	4,7	1,8
Prestaz. soc. natura	31,8	39,8	5,8	2,9
Prestaz. soc. denaro	202,3	241,7	4,6	1,6
Altre spese correnti	31,5	36,4	3,7	0,8
<i>Spese correnti al netto interessi</i>	<i>470,0</i>	<i>565,7</i>	<i>4,7</i>	<i>1,8</i>
Interessi	78,8	64,5	-4,8	-7,5
Totale spese correnti	548,8	630,2	3,5	0,6
Spese in conto capitale*	52,1	57,0	3,0	0,1
<i>Totale spese</i>	<i>600,8</i>	<i>687,3</i>	<i>3,4</i>	<i>0,6</i>

Fonte: elaborazioni su dati Comunicato ISTAT del 1° marzo 2006.

**TAB. 1.17: Spese delle Amministrazioni pubbliche, 2001-2005** (in % del PIL)

	2001	2002	2003	2004	2005
Redditi da lavoro	10,5	10,6	10,8	10,8	11,0
Consumi intermedi	4,8	4,8	5,0	5,4	5,6
Prestaz. soc. natura	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8
Prestaz. soc. denaro	16,2	16,5	16,8	16,9	17,1
<i>Spese correnti al netto interessi</i>	<i>37,6</i>	<i>38,3</i>	<i>39,1</i>	<i>39,3</i>	<i>39,9</i>
Interessi	6,3	5,5	5,1	4,7	4,6
Totale spese correnti	44,0	43,8	44,2	44,1	44,5
Spese in conto capitale*	4,2	3,6	4,3	3,9	4,0
<i>Totale spese</i>	<i>48,1</i>	<i>47,4</i>	<i>48,5</i>	<i>48,0</i>	<i>48,5</i>

Fonte: Elaborazioni su dati Comunicato ISTAT del 1° marzo 2006.  
Note: (\*) Nel 2002 le spese in conto capitale si riducono a causa di 8,9 milioni di euro di cartolarizzazioni, contabilizzati in deduzione agli investimenti fissi lordi.

Le componenti della spesa primaria corrente hanno registrato tassi di crescita medi annui compresi tra il 3,7% e il 5,8%, portando al 4,7% la crescita media della spesa corrente al netto degli interessi, un valore ben al di sopra di quelli di anno in anno programmati. In quota di PIL, la spesa corrente al netto degli interessi è gradualmente aumentata dal 37,6% del 2001 al 39,9% del 2005. L'aumento del rapporto tra spesa e PIL sconta naturalmente anche la bassa dinamica di quest'ultimo. In termini reali (usando il deflatore del PIL), la spesa corrente primaria è cresciuta in media dell'1,8% l'anno, secondo un trend iniziato alla fine degli anni '90.

In modo positivo sui conti pubblici ha invece influito la riduzione della spesa per interessi passivi, che è scesa dal 6,3% al 4,6% del PIL.

Le spese in conto capitale sono cresciute mediamente del 3% l'anno (la riduzione del 2002 dipende dalla contabilizzazione di 8,9 miliardi di euro da operazioni di cartolarizzazione di immobili, portati in deduzione dagli investimenti fissi lordi), dunque molto meno delle spese correnti, nonostante l'obiettivo più volte espresso dal Governo di voler riqualificare la spesa pubblica a favore degli investimenti. Nella media del periodo considerato, esse assorbono circa il 4% del PIL.

Le spese complessive infine hanno messo a segno una crescita media del 3,4% l'anno in termini nominali e dello 0,6% in termini reali.

In conclusione, la situazione attuale ripropone per il futuro il problema del controllo della crescita della spesa pubblica primaria, che diventa ancor più rilevante se si considera che sono già stati acquisiti la maggior parte dei benefici derivanti dalla riduzione della spesa per interessi passivi.

### L'evoluzione delle entrate della P.A.

La dinamica delle entrate pubbliche nel periodo 2001-2005 è illustrata nelle TABB. 1.18 e 1.19. Le entrate tributarie sono cresciute mediamente del 2,1% l'anno a fronte di una crescita media del PIL nominale del 3,2%. Questo risultato è dipeso dall'andamento delle imposte dirette, che sono aumentate solo dello 0,7% l'anno, per due ordini di ragioni. Su queste hanno infatti influito sia i provvedimenti di sgravio adottati dal legislatore (soprattutto per l'imposta sulle persone fisiche) sia il ciclo economico sfavorevole. Non è escluso che sul gettito delle imposte dirette abbia influito anche un aumento dell'evasione fiscale, riconducibile alle aspettative dei contribuenti sulla possibilità di usufruire di qualche condono. La quota delle imposte

dirette sul PIL è scesa dal 14,7% nel 2001 al 13,3% nel 2005.

In linea con il PIL monetario sono invece cresciute le imposte indirette, che sono però state interessate da provvedimenti di aumento delle aliquote e il cui gettito si è mantenuto stabile, intorno al 14% del PIL.

A sostenere la crescita del gettito tributario sono poi intervenuti i numerosi condoni, i cui proventi sono ammontati a poco meno di 32 miliardi di euro nei cinque anni considerati (2,3 punti di PIL).

L'insieme di questi elementi ha prodotto una riduzione della pressione tributaria dal 29% nel 2001 al 27,7% nel 2005.

È invece aumentata leggermente la pressione contributiva, dal 12,3% del PIL nel 2001 al 12,9% nel 2005.

**TAB. 1.19: Entrate delle Amministrazioni pubbliche, 2001-2005 (in % del PIL)**

	2001	2002	2003	2004	2005
Imposte dirette	14,7	13,9	13,4	13,3	13,3
Imposte indirette	14,2	14,3	14,0	14,1	14,2
Imposte c/capitale	0,1	0,2	1,3	0,6	0,1
<i>Totale</i>	<i>29,0</i>	<i>28,4</i>	<i>28,7</i>	<i>28,0</i>	<i>27,7</i>
Contributi sociali	12,3	12,5	12,6	12,7	12,9
<i>Totale</i>	<i>41,3</i>	<i>40,8</i>	<i>41,4</i>	<i>40,7</i>	<i>40,6</i>
Al netto una tantum	41,2	40,6	40,1	40,1	40,5
Entrate totali	45,0	44,5	45,1	44,6	44,4

Fonte: Comunicato ISTAT del 1° marzo 2006

**TAB. 1.18: Entrate delle Amministrazioni pubbliche, 2001-2005**

(mld. di euro e tassi di crescita)

	2001	2005	Var% media
Entrate tributarie	362,0	392,7	2,1
di cui:			
Imposte dirette	184,0	189,0	0,7
Imposte indirette	176,9	201,9	3,4
Imposte c/capitale	1,1	1,8	--
Contributi sociali	153,8	182,4	4,4
Altre entrate	46,5	54,2	4,0
Entrate totali	562,3	629,4	2,9

Fonte: Comunicato ISTAT del 1° marzo 2006.

La pressione fiscale si è pertanto ridotta di 0,7 punti, dal 41,3% al 40,6% del PIL. La riduzione verificatasi nel 2002 è ascrivibile in buona parte agli sgravi fiscali, la riduzione del 2004 e del 2005 è invece causata dal venire meno del gettito dei condoni, che si è concentrato nel 2003.

La bassa dinamica strutturale delle entrate tributarie, che si accompagna ad un trend espansivo della spesa pubblica, rende ancora più problematico il quadro di finanza pubblica.



Diventa di difficile gestione la politica tributaria, che da un lato dovrebbe essere utilizzata in senso espansivo, attraverso misure incisive di sostegno dell'economia, ma dall'altro richiede che si faccia fronte alla crescita della spesa pubblica. Certamente in questa situazione aiuterebbe una vera politica di lotta all'evasione fiscale e di recupero di basi imponibili, piuttosto che il ricorso a condoni e sanatorie, per un rapporto più trasparente tra Fisco e contribuenti.

## 2. LA DINAMICA DELLA PRODUTTIVITÀ

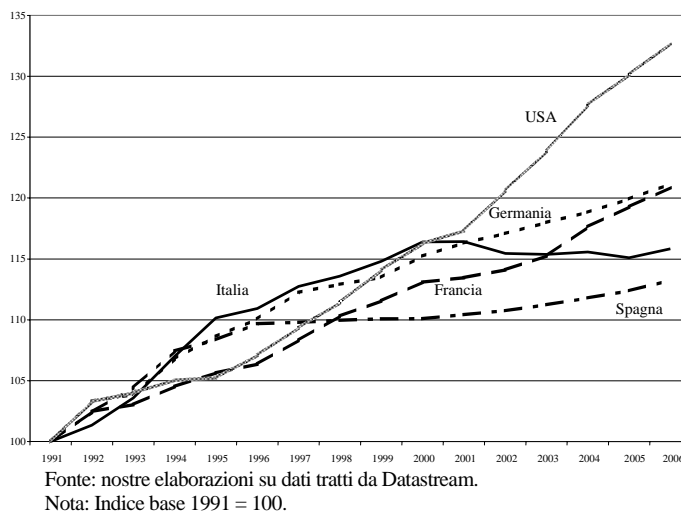
Nel dibattito sulla bassa crescita dell'economia europea e in quello, ad esso collegato, sul *declino* dell'economia italiana – temi ai quali abbiamo dedicato un approfondimento di *Osservatorio Monetario* un anno fa – occupa un posto di rilievo l'analisi dell'andamento della produttività del lavoro.

Negli anni novanta si è verificato un rallentamento della produttività in Europa che, a fronte dell'impennata di quella statunitense, è in larga misura responsabile dell'arresto del processo di convergenza dell'Europa rispetto agli USA.

Nel caso italiano, il rallentamento (e talvolta il vero e proprio declino) della produttività è considerato uno dei motivi della riduzione della quota dell'export italiano sul commercio mondiale verificatasi nell'ultimo decennio, poiché influisce negativamente sul costo del lavoro per unità di prodotto. Se il tasso di cambio nominale non si muove in direzione opposta, l'aumento del costo del lavoro si traduce in un apprezzamento del tasso di cambio reale effettivo e quindi in una perdita di competitività delle merci nazionali.

La FIG. 2.1 fornisce un'illustrazione di immediato impatto visivo di queste affermazioni con riferimento al quindicennio più recente. L'andamento della produttività negli USA, che non si era discostato significativamente da quello registrato nei principali paesi dell'Europa continentale per circa un decennio, conosce, sul finire del secolo scorso, una sensibile accelerazione. Nel periodo considerato, la produttività USA è aumentata di un terzo, quella di Francia e Germania del 20%, quella dell'Italia del 15%. Con riferimento al nostro paese, inoltre, si segnala la flessione avvenuta sul finire degli anni '90 e l'appiattimento successivo.

**FIG. 2.1: Indice della produttività del lavoro per i principali paesi europei e per gli USA**



In questo approfondimento concentreremo l'attenzione sulle determinanti del rallentamento della produttività, alla ricerca di indicazioni utili a contrastare la preoccupante tendenza alla stagnazione dell'economia europea e al declino di quella italiana. Anche il perseguimento dell'ambizioso obiettivo, formulato al Consiglio Europeo di Lisbona (marzo 2000), di trasformare l'Europa nell'economia *knowledge based* più competitiva e dinamica del mondo – peraltro certamente irraggiungibile per il 2010 come nelle intenzioni originarie – richiede un rafforzamento della produttività.<sup>1</sup>

Nel primo paragrafo descriviamo brevemente le tendenze della produttività del lavoro intesa come prodotto (PIL) per addetto, esaminando in parallelo gli andamenti delle due componenti del tasso di crescita della produttività, ossia la dinamica del PIL e quella dell'occupazione. Facendo riferimento all'esperienza dei principali

<sup>1</sup> Sulle questioni associate all'Agenda di Lisbona rinviamo a AA.VV., *Europa, un'agenda per la crescita. Rapporto Sapir*, Bologna, Il Mulino, 2004. In *Osservatorio Monetario n.1-2005* si discutono criticamente i capisaldi dell'analisi presentata nel rapporto Sapir.

paesi industrializzati, mostreremo che *la dinamica della produttività è decisamente pro-ciclica*, ossia fortemente correlata all'andamento del PIL. L'andamento dell'occupazione, invece, è solo debolmente pro-ciclico. Non stupisce quindi che un periodo di crescita modesta o di stagnazione come quella che il nostro paese ha vissuto nel primo lustro del nuovo secolo si accompagni alla stasi o addirittura al declino della produttività.

Nei paragrafi successivi presentiamo i risultati di quattro modi di scomporre la produttività. Nel secondo paragrafo consideriamo il PIL per addetto come il prodotto del PIL per ora lavorata (ossia la produttività oraria) per le ore lavorate da ciascun occupato. Su un arco temporale di lungo periodo (diciamo trent'anni), la produttività oraria europea ha percorso un sentiero di progressiva consistente convergenza con gli USA. D'altro canto sullo stesso arco temporale si è verificata una continua riduzione dell'orario di lavoro in Europa e un continuo allungamento delle ore lavorate in USA. Le tendenze appena descritte hanno esercitato un'influenza di segno opposto sulla dinamica della produttività per addetto. A conti fatti, tuttavia, è risultato che la crescita della produttività oraria ha prevalso sulla riduzione dell'orario di lavoro di modo che si è realizzata convergenza anche in termini di produttività per addetto.

Sul finire degli anni '90, il processo di convergenza si arresta. Continua la riduzione dell'orario di lavoro in Europa mentre si allunga quello statunitense. Inoltre la produttività oraria decelera in Europa mentre accelera negli USA. Di conseguenza, per entrambi i motivi si inverte la convergenza della produttività per addetto.

Nel terzo paragrafo la produttività del lavoro viene messa in relazione alla produttività totale dei fattori (*Total Factor Productivity* o TFP) e alla "intensità di capitale" della tecnologia, ossia

al *rapporto capitale/lavoro*. Ciò ci consente di attribuire il rallentamento della produttività oraria in Europa in parte alla decelerazione della TFP e in parte all'indebolimento della tendenza alla sostituzione di lavoro con capitale. La prima tendenza si spiega generalmente con la minore intensità di *Information and Communication Technology* (ICT) dei processi produttivi in Europa rispetto agli USA. La moderazione salariale degli anni novanta è considerata generalmente invece la principale determinante della seconda tendenza.

Nel quarto paragrafo la produttività del lavoro è concepita come la media ponderata delle produttività registrate nei diversi settori con pesi pari alle quote dei settori sull'occupazione complessiva. Questo punto di vista consente di presentare e discutere gli effetti sulla produttività della *dinamica strutturale*, ossia dell'evoluzione della composizione per settori produttivi dell'economia. In linea di principio un paese caratterizzato da una tendenza accentuata alla terziarizzazione e deindustrializzazione tende a sperimentare anche una dinamica decrescente della produttività.<sup>2</sup>

Nel quinto paragrafo, infine, la produttività del lavoro è definita come la media ponderata delle produttività registrate nelle diverse classi dimensionali d'impresa con pesi pari alle quote delle classi dimensionali sull'occupazione complessiva. Possiamo pertanto discutere gli effetti sulla produttività aggregata della *dinamica industriale*, ossia della nati-mortalità e della crescita delle imprese. Un paese come il nostro caratterizzato da una dimensione media d'impresa piccola e decrescente tende a sperimentare anche una decelerazione della produttività.

---

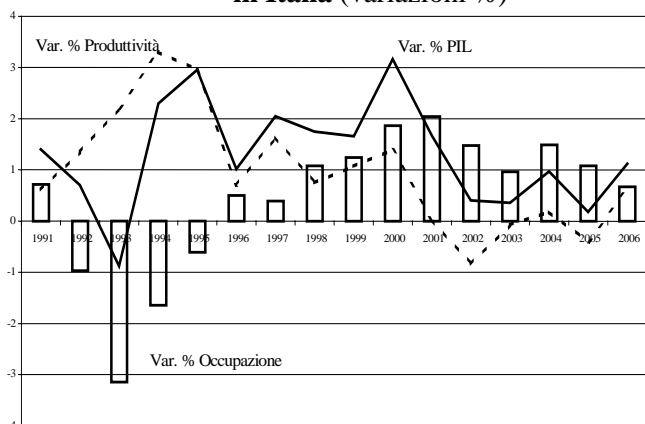
<sup>2</sup> Sulle questioni connesse alla tendenza alla terziarizzazione e deindustrializzazione ci siamo soffermati nel precedente numero di *Osservatorio Monetario*.



### 1. Produttività e ciclo economico

Per definizione, la produttività (media) di un fattore produttivo è il rapporto tra il prodotto complessivo e l'impiego di quel fattore. Ovviamente di fattori produttivi ce ne sono diversi ma nella letteratura economica si concentra l'attenzione in buona sostanza su tre: lavoro, capitale e risorse naturali ("terra"). Il terzo fattore viene spesso (colpevolmente) ignorato anche nella letteratura teorica, che generalmente considera soltanto lavoro e capitale. Sul capitale esistono problemi rilevanti di definizione e di misurazione tempestiva. Pertanto quasi per necessità, la produttività di cui si parla quasi sempre nelle analisi di breve-medio periodo è la *produttività del lavoro*.

**FIG. 2.2: PIL, produttività e occupazione in Italia (variazioni %)**



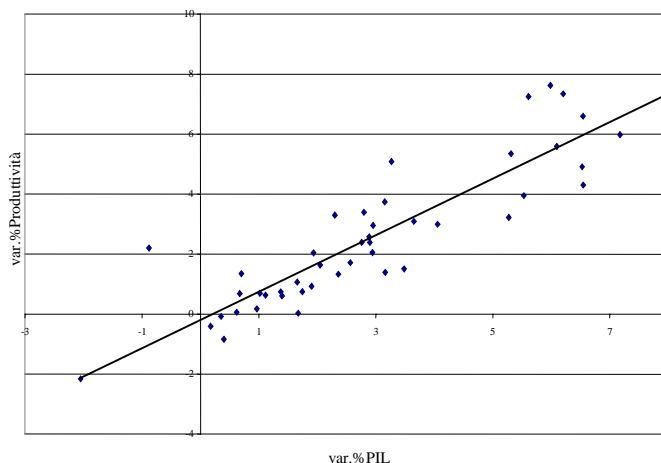
Fonte: nostre elaborazioni su dati tratti da Datastream.

Nel caso del fattore produttivo lavoro la produttività è pari al *prodotto per occupato*. A livello aggregato la dinamica (misurata dalla variazione percentuale) della produttività è la differenza tra la dinamica dell'*output* aggregato (il PIL in termini reali) e quella dell'occupazione. La produttività è altamente volatile e la sua volatilità è legata a quella del PIL, ossia al ciclo economico. Nella FIG. 2.2 abbiamo riportato la

variazione percentuale del PIL (linea continua), della produttività (linea tratteggiata) e dell'occupazione (istogrammi) per l'Italia negli ultimi 15 anni.

Dalla FIG. 2.2 emerge chiaramente una elevata correlazione tra prodotto totale e produttività: accelerazioni e decelerazioni di produttività, infatti, tendenzialmente si manifestano in parallelo a quelle del prodotto complessivo. Viceversa, la correlazione tra prodotto e occupazione è bassa nel senso che le dinamiche delle due variabili sono spesso disgiunte.

**FIG. 2.3: Correlazione tra PIL e produttività Italia; 1960-2006**



Fonte: nostre elaborazioni su dati tratti da Datastream.

L'elevata correlazione tra andamento della produttività e andamento del prodotto nel caso italiano emerge chiaramente della FIG. 2.3, che riporta il diagramma di dispersione della variazione percentuale del PIL (misurata sull'asse orizzontale) e della variazione percentuale della produttività (sull'asse verticale) nel periodo 1960-2006. Ogni punto rappresenta un anno. I punti in alto a destra del grafico, caratterizzati da tassi di crescita del PIL e della produttività attorno al 6-7% si riferiscono agli anni sessanta. I punti in basso a sinistra, con tassi di crescita

del PIL e della produttività attorno allo zero o addirittura negativi rappresentano gli anni novanta e i primi anni del nuovo secolo.

Nel grafico è riportata anche la “linea di tendenza” ossia la retta interpolante. La nube di punti è chiaramente orientata in senso crescente ed è raccolta attorno alla retta, il che segnala che la dinamica della produttività è fortemente correlata a quella del PIL. Infatti il coefficiente di correlazione, il cui campo di variazione è compreso tra -1 (massima correlazione negativa) e +1 (massima correlazione positiva) è pari, nel caso della correlazione tra PIL e produttività, a 0,9. L’elasticità è (pressoché) unitaria ossia il tasso di crescita della produttività è (quasi) in rapporto di 1 a 1 rispetto a quello del PIL.<sup>3</sup>

Mettendo su un diagramma di dispersione la variazione percentuale del PIL e quella dell’occupazione si ottiene una nube di punti (che non riportiamo) priva di un orientamento chiaramente definito. In altri termini la correlazione è molto bassa.

L’immagine cambia, tuttavia, se si mette in relazione la variazione percentuale dell’occupazione con la variazione percentuale del PIL registrata *nell’anno precedente*, come si può notare dalla FIG. 2.4.

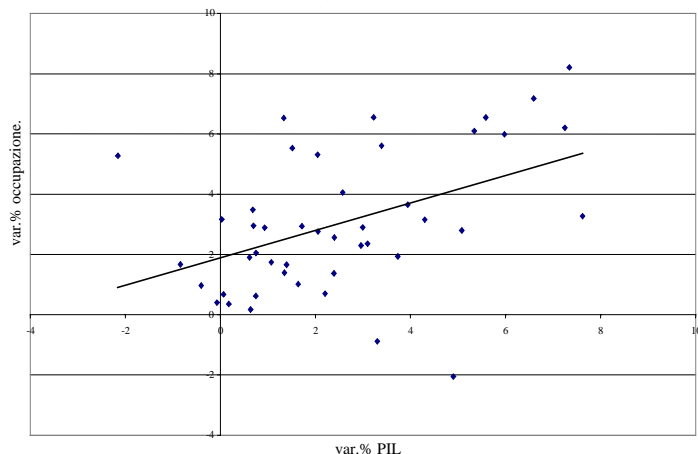
Ciascun punto della FIG. 2.4 ha per ordinata la variazione percentuale dell’occupazione registrata in un certo anno e per ascissa la variazione percentuale del PIL *verificatasi nell’anno precedente*. In questo caso la nube dei punti è chiaramente orientata in senso positivo ed abbastanza vicina alla retta interpolante (il coefficiente di correlazione è quasi 0,5).

<sup>3</sup> Si tratta dell’elasticità *marginale*, ossia della pendenza della retta di regressione relativa alla relazione tra variazioni percentuali della produttività e variazioni percentuali del PIL reale. L’elasticità marginale è costante ma l’elasticità totale dipende dal tasso di crescita dell’output.

Ricapitolando: sia la produttività che l’occupazione sono positivamente correlate col PIL e quindi sono pro-cicliche ma la correlazione è decisamente più alta per la produttività. Inoltre la produttività è *coincidente* nel senso che la correlazione più alta si verifica tra la produttività e il PIL dello stesso periodo. L’occupazione invece è *ritardata* nel senso che la correlazione più alta si verifica tra la produttività e il PIL del periodo precedente.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> L’analisi condotta nel testo utilizza indicatori e procedimenti piuttosto semplici e per certi versi rozzi, ma le indicazioni che ne emergono sono convergenti con quelle che si traggono da analisi statisticamente più sofisticate. Per valutare in modo appropriato la relazione tra dinamica di una certa variabile e ciclo economico occorre togliere dalle serie storiche della variabile considerata e del PIL reale la componente erratica e quella di fondo (*trend*) in modo da isolare la componente ciclica. Calcolare le variazioni percentuali di una serie di dati, come si fa nel testo, è il modo più semplice di togliere il trend. Nelle analisi del ciclo più sofisticate, si “filtrano i dati” con opportune procedure statistiche che prendono il nome, per l’appunto, di *filtri*. Si calcola quindi la correlazione tra le serie storiche filtrate della variabile considerata e del PIL per esplorare la natura dei *co-movimenti* delle due serie. Utilizzando dati OCSE trimestrali relativi all’Italia sul periodo 1960-1995 filtrati mediante la procedura di Hodrick-Prescott, Gallegati e Stanca trovano che l’occupazione raggiunge il massimo della correlazione (+0,6) col PIL *ritardato di un trimestre*, mentre la produttività raggiunge il massimo della correlazione (+0,8) col PIL contemporaneo (M. Gallegati e L. Stanca, *Le fluttuazioni economiche in Italia, 1861-1995*, Torino, Giappichelli, 1998). Da un esercizio recente fatto da M. Napoletano usando il filtro di Baxter e King su dati OCSE trimestrali per il periodo 1970-2005, emerge che in Italia l’occupazione raggiunge il massimo della correlazione (+0,5) col PIL *ritardato di due trimestri*, mentre la produttività raggiunge il massimo della correlazione (+0,9) col PIL contemporaneo (M. Napoletano, *Essays on Heterogeneity in Macroeconomic Dynamics*, Tesi di dottorato, Scuola Superiore S. Anna di Pisa, febbraio 2006).

**FIG. 2.4: Correlazione tra PIL (ritardato di un anno) e occupazione nel periodo 1960-2006 (variazioni %)**



Fonte: nostre elaborazioni su dati tratti da Datastream

E' interessante notare che si ottengono indicazioni sostanzialmente simili anche dalla dinamica di produzione, occupazione e produttività degli altri paesi industrializzati. Da esse si può concludere, pur con tutte le cautele del caso, che una variazione del PIL avviene simultaneamente ad una variazione – approssimativamente di entità analoga – della produttività mentre l'occupazione reagisce nella stessa direzione ma in misura più limitata e con un certo ritardo temporale.

La correlazione tra PIL e produttività non è un indicatore di relazione causale. In linea di principio potrebbe essere la dinamica del PIL a trainare quella della produttività oppure quella della produttività a generare l'andamento del PIL. La direzione del nesso di causalità deve essere ricercata nella teoria economica. A questo proposito si possono citare tre chiavi interpretative. La prima chiave istituisce una relazione causale dalla dinamica del PIL a quella della produttività in base all'idea che in una fase di espansione ciclica le imprese – in particolare quelle del settore manifatturiero – sfruttano economie di

scala e accrescono la produttività. Il fondamento teorico di questa chiave è la *legge di Kaldor-Verdoorn*, che fa dipendere (linearmente) la variazione percentuale della produttività dalla variazione percentuale del valore aggiunto, innanzitutto nel settore manifatturiero.<sup>5</sup> L'incremento di produttività poi stimola la crescita del PIL in un processo di *causazione cumulativa*.

La seconda chiave di lettura si basa sull'idea che le imprese debbano sostenere costi sia per assumere che per licenziare lavoratori (*hiring and firing costs*) e pertanto siano riluttanti a modificare l'impiego di lavoro (*labour hoarding*). Pertanto in una fase di espansione ciclica un ampliamento della base produttiva può avvenire solo mediante un incremento di produttività. Il fondamento teorico di questa seconda chiave è la *legge di Okun*.

Si osservi che anche la seconda chiave di lettura finisce per istituire una relazione causale dalla dinamica PIL a quella della produttività.

La terza chiave di lettura, infine, rovescia il nesso di causalità, attribuendo alle variazioni di produttività il ruolo di motore della crescita.

La prociclicità della produttività è un fatto accertato *nel lungo periodo*, ossia su un orizzonte temporale pluridecennale. *Nel breve periodo*, ossia per ogni singolo episodio congiunturale, ovviamente, l'andamento della produttività può essere anche anticiclico. Ad esempio, nel 1993 il PIL è diminuito dell'1% circa per effetto delle conseguenze ritardate della crisi sistemica dello SME e per la manovra di riequilibrio della finanza pubblica intrapresa

<sup>5</sup> La legge di Verdoorn si riferisce in origine al settore manifatturiero. Kaldor sostiene che i rendimenti di scala sono crescenti nel settore manifatturiero mentre sono generalmente costanti o decrescenti negli altri settori. Comunque, se i rendimenti crescenti sono diffusi a tutti i settori oppure sono particolarmente intensi nel settore manifatturiero, si verifica una relazione di tipo legge di Verdoorn anche per l'economia nel suo complesso.

dal governo Amato. In quella occasione la flessione dell'occupazione è stata rilevante, di circa il 3%, e quindi la produttività ha avuto un andamento anticiclico, aumentando del 2%.

In occasione della recessione del 1975, dovuta in buona sostanza all'effetto ritardato della prima crisi petrolifera, si è manifestata con una contrazione del PIL del 2% mentre l'occupazione è rimasta praticamente invariata, molto probabilmente anche per la legislazione di protezione del lavoro e le pratiche di *labour hoarding* delle imprese. Pertanto la produttività è diminuita di poco più del 2% ossia in linea con la contrazione del PIL. In questo caso la dinamica pro-ciclica della produttività può essere interpretata come l'effetto della dinamica anticiclica dell'occupazione.

In corrispondenza dello sforzo di stabilizzazione macroeconomica in vista dell'ingresso nell'UME e nei primi anni di vita di quest'ultima, il PIL italiano ha rallentato decisamente. La semi-stagnazione che ha caratterizzato l'economia italiana in apertura del nuovo secolo non ha impedito un significativo incremento dell'occupazione, anche se spesso di carattere atipico e/o dovuto all'emersione di lavoro nero e clandestino. Ne è derivato prima un rallentamento e poi una contrazione della produttività.

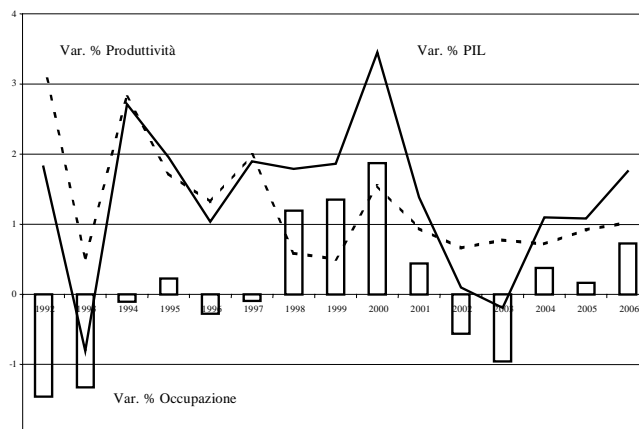
Come nel caso dell'episodio recessivo del 1975, il recente declino della produttività a livello aggregato può essere interpretato come l'effetto di un andamento anticiclico dell'occupazione a fronte del fiacco andamento congiunturale dell'economia italiana.

Se si guarda alla produttività *in aggregato*, quindi, e si considerano separatamente le dinamiche delle sue componenti, PIL e occupazione, è azzardato inferire da questi episodi una riduzione *strutturale* della capacità di crescita

dell'economia. In altre parole, è discutibile affermare che il PIL cresce poco perché la produttività ristagna. E' molto più facile, se si accetta un principio di parsimonia nella spiegazione causale, individuare nella dinamica di breve periodo del PIL la determinante principale della dinamica della produttività. Detto altrimenti, la produttività ristagna perché il PIL cresce poco. Ciò non significa, ovviamente, che una riduzione della capacità di crescita dell'economia italiana non sia effettivamente avvenuta. In questa sede e per il momento si vuole soltanto ribadire che una inferenza del genere non è accettabile sulla base dei soli dati aggregati. Bisogna andare a fondo e studiare le dinamiche dei settori industriali o delle classi dimensionali d'impresa, come si farà nei successivi paragrafi 4 e 5.

Per corroborare ulteriormente il punto espresso poco sopra, guardiamo alle esperienze di altri due paesi europei, Germania e Spagna, particolarmente significative per contrapposizione con il caso italiano. In entrambi i casi, con riferimento alla dinamica recente (anni novanta e primi anni del nuovo secolo) osserviamo dinamiche della produttività diverse da quelle del prodotto, almeno per significativi episodi congiunturali.

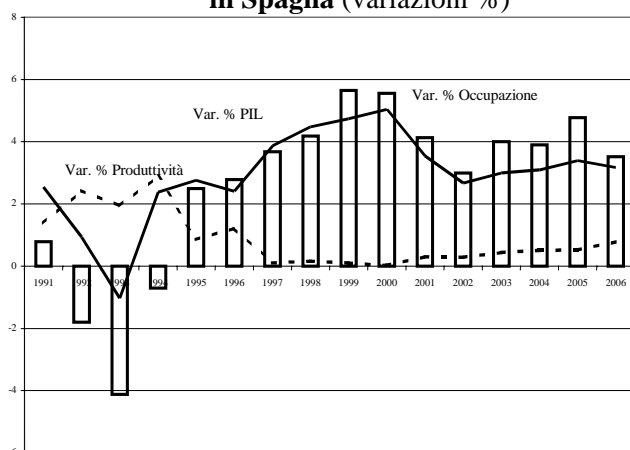
**FIG. 2.5: PIL, produttività e occupazione in Germania (variazioni %)**



Fonte: nostre elaborazioni su dati tratti da Datastream.

Tuttavia l'inferenza di cui sopra secondo la quale la dinamica del PIL deriva da quella della produttività è semplicemente smentita dai fatti. Nella FIG. 2.5 è riportato l'andamento del PIL, della produttività e dell'occupazione in Germania, sempre a partire dagli anni '90. Si nota un sostanziale parallelismo tra andamento della produttività e dinamica del PIL.

**FIG. 2.6: PIL, produttività e occupazione in Spagna (variazioni %)**



Fonte: nostre elaborazioni su dati tratti da Datastream.

Tuttavia tra il 2000 e il 2003 il PIL rallenta drasticamente e poi si contrae mentre l'occupazione ha un andamento ancor più accentuato nella stessa direzione di modo che la produttività finisce per crescere più rapidamente del PIL. In questa fase congiunturale quindi la produttività è anticiclica. Quella tedesca, quindi, è l'esperienza di un paese che cresce poco o addirittura sperimenta una recessione nonostante la produttività aumenti. Si tratta di un'esperienza significativamente diversa da quella italiana in cui la produttività ristagna o si contrae come il PIL.

Vale la pena soffermarsi brevemente inoltre sul caso spagnolo (FIG. 2.6). Se guardiamo all'esperienza recente, la dinamica del PIL segue da vicino quella dell'occupazione mentre l'andamento della

produttività è stagnante.<sup>6</sup> Il caso spagnolo ha in comune con quello italiano una bassa dinamica della produttività ma, mentre nel caso italiano la stagnazione o addirittura la contrazione della produttività è dovuta alla fiacchezza congiunturale della produzione a fronte della quale l'occupazione cresce, nel caso spagnolo la stagnazione della produttività è dovuta ad una dinamica vivace sia dell'*output* che della produzione complessiva. Quella spagnola, quindi, è l'esperienza di un paese che cresce molto nonostante la produttività ristagni.

## 2. Produttività e ore di lavoro

La produttività per addetto si può concepire come il prodotto della produttività oraria del lavoro per le ore di lavoro di ciascun occupato. Pertanto il tasso di crescita della produttività per addetto è la somma del tasso di crescita della produttività per ora lavorata e della variazione percentuale delle ore di lavoro per occupato.

**TAB. 2.1: PIL per occupato, produttività oraria e ore lavorate in UE e Italia (USA=100)**

	UE		Italia	
	1970	2000	1970	2000
PIL per occupato	65,5	77,6	73,1	90,5
Produttività oraria	64,8	90,7	74,7	104,0
Ore lavorate	101,0	85,6	97,9	87,0

Fonte: Rapporto Sapir.

Al fine di studiare le tendenze di lungo periodo, nella TAB. 2.1, sono riportati i livelli delle variabili appena presentate per l'Unione Europea e per l'Italia in rapporto ai livelli corrispondenti relativi agli USA, nel 1970 e nel 2000. Dalla tabella emerge:

<sup>6</sup> La situazione era molto diversa negli anni sessanta e settanta in cui la dinamica del PIL era molto correlata a quella della produttività.

- un incremento (relativo) rilevante della produttività oraria (circa il 40% sia per la UE che per l'Italia);
- una diminuzione (relativa) delle ore lavorate per addetto (-16% per la UE, -11% per l'Italia).

La seconda tendenza è stata meno rilevante della prima, ragion per cui:

- in termini di prodotto per occupato c'è convergenza con gli USA, sia per l'UE che per l'Italia. La produttività aumenta (sempre in termini relativi) del 18% per la UE, del 24% per l'Italia.
- l'Italia parte meglio dell'UE e converge più rapidamente. Alle soglie del nuovo millennio il *gap* per l'Italia si è ridotto al 10%, per l'UE è ancora di un quarto.

Se guardiamo alla dinamica più recente nell'area Euro, sintetizzata nella TAB. 2.2, le tendenze appena individuate sono confermate fino a tutti gli anni ottanta. Negli anni novanta, invece, si è verificata una decelerazione della produttività sia in termini di produttività oraria (da 2,3% negli anni '80 a 1,4% negli anni '90) sia in termini di produttività per addetto (da 1,7% a 1,1%). La decelerazione è ancor più rilevante nella seconda metà del decennio scorso, proprio quando la produttività accelerava negli USA: il tasso di incremento della produttività oraria nel periodo 1996-2003 scende a 1,2% contro 1,9% negli USA mentre quello della produttività per addetto cala a 0,8% a fronte del 2,1% degli USA.

Se si applicano al dato del 2000 i tassi di crescita verificatisi nel periodo 1996-2003 per avere un'idea approssimativa dell'andamento della convergenza, si giunge alla conclusione che il processo si è invertito. Il rapporto percentuale tra la produttività oraria europea e quella statunitense dovrebbe essere sceso nel primo lustro del nuovo secolo approssimativamente da

91 a 88 mentre quello tra la produttività per addetto europea e quella statunitense dovrebbe essere sceso approssimativamente da 77 a 73.

Comunque in Europa la produttività oraria aumenta ad un tasso sempre maggiore della produttività per addetto. Negli Stati Uniti accade il contrario. La produttività per addetto accelera e quella oraria è sistematicamente inferiore a quella europea. Ciò si spiega anche col fatto che in Europa le ore lavorate diminuiscono continuamente mentre in USA aumentano.

**TAB. 2.2: Variazioni % del prodotto per occupato, della produttività oraria e delle ore lavorate in USA e nell'Area euro**

	1981-93	1993-03	1996-03
USA			
PIL per occupato	1,6	1,8	2,1
Produttività oraria	1,6	1,4	1,9
Ore lavorate	0,0	0,4	0,2
Area Euro			
PIL per occupato	1,7	1,1	0,1
Produttività oraria	2,3	1,4	1,2
Ore lavorate	-0,6	-0,3	-0,4

Fonte: "Andamenti della produttività del lavoro nell'area Euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali", BCE, *Bollettino mensile*, luglio 2004.

Alcuni economisti<sup>7</sup> hanno attirato l'attenzione sul secondo fenomeno, interpretandolo come una manifestazione della "preferenza per il tempo libero" dei lavoratori europei (rispetto a quelli americani). Di conseguenza, l'arresto del processo di *catching up* rispetto agli USA sarebbe dovuta a un cambiamento delle preferenze degli europei in favore del tempo libero.

La riduzione delle ore lavorate potrebbe riflettere invece almeno in parte un vincolo dal lato della domanda di lavoro. Secondo gli stessi estensori del rapporto Sapir, ad esempio, la diminuzione

<sup>7</sup> Blanchard O. "The Economic Future of Europe", *Journal of Economic Perspectives*, 4, 2004; Prescott E. "Why do Americans work so much more than Europeans?", *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Research Department Staff report*, n.321, 2003

delle ore lavorate è dovuta a una tendenza all'aumento del *part-time*, più che agli effetti di vacanze più lunghe.<sup>8</sup> In una fase ciclica difficile, poi, la riduzione dell'orario di lavoro potrebbe essere uno strumento per flessibilizzare l'impiego di lavoro in presenza di vincoli alla riduzione del numero di occupati.

### 3. Produttività, capitale e TFP

Un secondo modo di scomporre la produttività del lavoro deriva dalla cosiddetta “contabilità della crescita”. Supponiamo che l'attività produttiva delle imprese possa essere rappresentata attraverso una funzione di produzione i cui “ingredienti” sono lavoro, capitale fisico e *stato della tecnologia o produttività totale dei fattori* (*Total Factor Productivity*: TFP). In questo contesto, supponendo che la funzione di produzione sia, come dicono gli economisti, “ben conformata” e caratterizzata da rendimenti di scala costanti, si può dimostrare la seguente relazione:

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

dove  $\alpha$  è un coefficiente, compreso tra zero e uno, che misura la quota del reddito che affluisce al capitale.

Pertanto la produttività del lavoro cresce nel tempo per due motivi:

- il miglioramento dello stato della tecnologia catturato dal tasso di crescita della produttività totale dei fattori;

<sup>8</sup> “In conclusione parrebbe che le notevoli differenze riscontrate nel numero di ore lavorate siano riconducibili non già a una scelta, ma piuttosto alle possibilità esistenti di occupazione a tempo pieno” (Rapporto Sapir, p. 49). Su questi temi si invia a *Osservatorio Monetario*, n. 1-2005.

- l'aumento della cosiddetta *intensità capitalistica* della tecnica di produzione ossia del rapporto tra capitale e lavoro.

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

La produttività del lavoro di cui si parla come variabile dipendente della relazione di cui sopra può essere intesa sia come produttività per addetto che come produttività per ora lavorata. Nella TAB. 2.3 sono riportati i tassi di crescita della produttività oraria, della TFP e dell'intensità capitalistica in Europa negli anni ottanta e novanta.

**TAB. 2.3: Scomposizione del tasso di crescita della produttività del lavoro nell'Area Euro**

	1981-93	1993-2003
Produttività oraria	2,3	1,4
- TFP	1,0	0,6
- intensità capitalistica	1,3	0,8

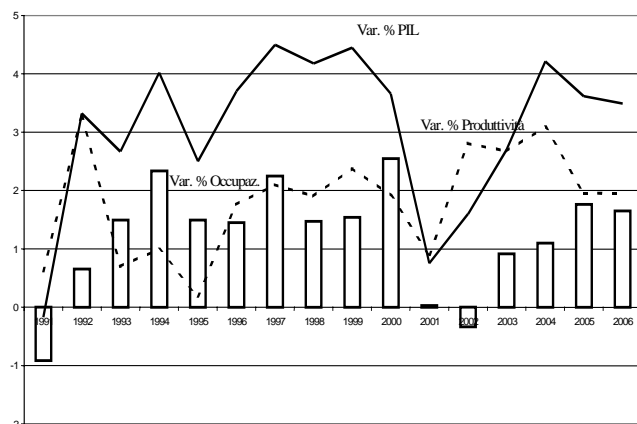
Fonte: Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'Euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali, BCE, Bollettino mensile, luglio 2004.

Il decremento del tasso di crescita della produttività oraria del lavoro tra gli anni ottanta e gli anni novanta è attribuibile a una flessione del tasso di crescita sia della TFP che dell'intensità capitalistica, approssimativamente di entità analoga.

La flessione della intensità capitalistica viene solitamente ricondotta alla moderazione salariale che ha contraddistinto gli anni novanta rispetto agli anni ottanta. E' cambiato quindi il costo relativo degli *input* nel senso che è diminuito il costo relativo del lavoro cosicché lo stimolo alla sostituzione di lavoro con capitale si è attenuato. E' stata favorita anche la creazione di nuova occupazione. Di qui la compressione anche della crescita della produttività per addetto. La

dinamica del PIL reale è stata prossima al 2% su tutto l'arco temporale considerato (2,2% negli anni ottanta e 2% negli anni '90), ma la produttività è scesa dall'1,7% all'1,1% per cento ossia la occupazione ha accelerato dallo 0,3% allo 0,9%. E' aumentato quindi il contenuto di occupazione della crescita. E' lampante la differenza con gli USA che hanno sperimentato una forte crescita sia della occupazione che della produttività, come si vede dalla FIG. 2.7.

**FIG. 2.7: PIL, produttività e occupazione negli USA (variazioni %)**



Fonte: nostre elaborazioni su dati tratti da Datastream.

Per quanto riguarda la flessione del tasso di crescita della TFP, premesso che i dati vanno interpretati con un po' di cautela perché la misurazione della TFP è in qualche misura imprecisa, è opinione diffusa che la diversa dinamica della produttività tra le due sponde dell'Atlantico rifletta la diversa intensità nell'utilizzo dell'*Information e Communication Technology* (ICT).

#### 4. Produttività e dinamica strutturale

La produttività del lavoro può essere concepita come una media delle produttività dei diversi settori industriali ponderata con il peso che ciascun settore industriale ha sul totale dell'occupazione. Ne consegue che il tasso di

crescita della produttività aggregata dipende dai tassi di crescita della produttività nei diversi settori e dal cambiamento della composizione dell'economia per settori industriali, ossia dalla *dinamica strutturale*.

Questa scomposizione consente di stabilire se il rallentamento della produttività è un fenomeno generalizzato o se vi sono alcuni comparti industriali che più hanno contribuito alla decelerazione della produttività aggregata.

Nella TAB. 2.4 sono riportati i tassi di crescita della produttività (per addetto) aggregata e per settore nell'area dell'euro tratti da un articolo non firmato comparso sul numero di luglio 2004 del Bollettino della BCE. Come ci si poteva attendere, l'industria in senso stretto<sup>9</sup> è più dinamica, dal punto di vista della produttività, del settore delle costruzioni e del terziario. Il dato più interessante ai nostri fini è il fatto che nell'edilizia e nel settore dei *servizi finanziari e alle imprese*<sup>10</sup> si è verificata una contrazione della produttività mentre nell'industria in senso stretto e nei servizi non finanziari (commercio e trasporti)<sup>11</sup> il ritmo di incremento della produttività è lievemente aumentato negli anni novanta rispetto agli anni ottanta. Se si considera il periodo 1996-2003, il quadro peggiora anche per l'industria e i servizi non finanziari.

<sup>9</sup> L'industria in senso stretto è composta dall'industria manifatturiera, dall'industria estrattiva e dal comparto della produzione e distribuzione di energia, gas ed acqua. L'industria in senso lato (o industria tout court) comprende l'industria in senso stretto e le costruzioni.

<sup>10</sup> Il settore dei servizi finanziari e alle imprese comprende oltre all'intermediazione finanziaria il settore dei servizi immobiliari e di locazione.

<sup>11</sup> Indichiamo con il termine di servizi non finanziari l'insieme del settore degli esercizi commerciali all'ingrosso e al dettaglio (compresi alberghi e ristoranti) e di quello dei trasporti e comunicazioni.



**TAB. 2.4: Tasso di crescita della produttività per occupato per settori nell'Area Euro**

	1981-93	1993-03	1996-03
Industria	2,4	2,6	1,9
Costruzioni	1,3	-0,2	-0,4
Commercio (e trasporti)	1,3	1,5	1,4
Servizi finanziari	0,2	-0,9	-1,1
Totale	1,9	1,3	0,9

Fonte: Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'Euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali, BCE, Bollettino mensile, luglio 2004.

E' la dinamica dell'occupazione che differenzia questi settori, perché nell'industria è continuata l'espulsione di manodopera occupata mentre il terziario ha continuato ad assorbire forze di lavoro. La dinamica della produttività oraria è più vivace per tutti i comparti considerati perché la riduzione dell'orario di lavoro in Europa è un fenomeno generalizzato a tutti i settori. Tuttavia, la differenza tra il tasso di crescita della produttività oraria e quello della produttività per addetto è maggiore per i comparti del terziario. Ad esempio, il tasso di crescita della produttività oraria nei servizi non finanziari per il periodo 1993-2003 è pari al 2% circa a fronte dell'1,5% registrato dalla produttività per addetto. L'incremento del tasso di crescita passando dalla produttività per addetto a quella per ora lavorata è di un terzo. Il tasso di crescita della produttività oraria nell'industria in senso stretto per il periodo 1993-2003 è pari invece al 3% circa a fronte dell'2,6% registrato dalla produttività per addetto. L'incremento del tasso di crescita è del 10% circa. Questa differenza è dovuta soprattutto al fatto che l'occupazione part-time, già diffusa molto più nel terziario che nell'industria, è cresciuta molto più rapidamente nei servizi che nel comparto industriale, come si nota dalla TAB. 2.5.

In ultima analisi, quindi, il rallentamento della produttività, sotto il profilo settoriale, si può

**TAB. 2.5: Quota % dell'occupazione part-time sull'occupazione totale per settori nell'area Euro**

	1995	2003
Industria	5,7	6,7
Servizi finanziari	14,8	17,8
Totale	13,5	16,5

Fonte: Andamenti della produttività del lavoro nell'area dell'Euro: tendenze aggregate e andamenti settoriali, BCE, Bollettino mensile, luglio 2004.

ricondere alla flessione della produttività nelle costruzioni e nei servizi finanziari e alle imprese.

Quest'ultimo comparto, d'altro canto, è composito e mostra andamenti differenziati della produttività nei diversi sub-settori. In particolare la dinamica della produttività si è indebolita in misura limitata nei servizi finanziari in senso stretto, ossia in buona sostanza nel settore dell'intermediazione finanziaria, è rallentata decisamente o declinata nei servizi immobiliari e negli "altri servizi alle imprese".

Come si è detto sopra, la variazione percentuale della produttività del lavoro in aggregato è determinata dai tassi di incremento della produttività nei diversi settori e dalla evoluzione della struttura dell'economia. Gli estensori dell'articolo del bollettino della BCE attribuiscono metà del rallentamento agli andamenti settoriali e metà alla ricomposizione dell'occupazione in direzione dei servizi – ossia alla terziarizzazione. Nei servizi, come è noto, la produttività del lavoro è più bassa e cresce meno rapidamente che nell'industria.

Guardiamo ora al caso italiano. Considerando l'orizzonte temporale 1970-2004, la quota dell'industria in senso stretto 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.

**TAB. 2.6: Tasso di crescita della produttività per occupato per settori in Italia**

	1971-80	1981-90	1991-00	1996-04
Industria	2,6	1,7	1,5	0,5
Servizi privati	1,8	0,7	1,1	0,1
Servizi pubblici	0,7	-0,4	0,3	0,8

Fonte: nostre elaborazioni su dati di contabilità nazionale.

Come si nota dalla TAB. 2.6, la decelerazione della produttività è un fenomeno di lunga durata per l'economia italiana.

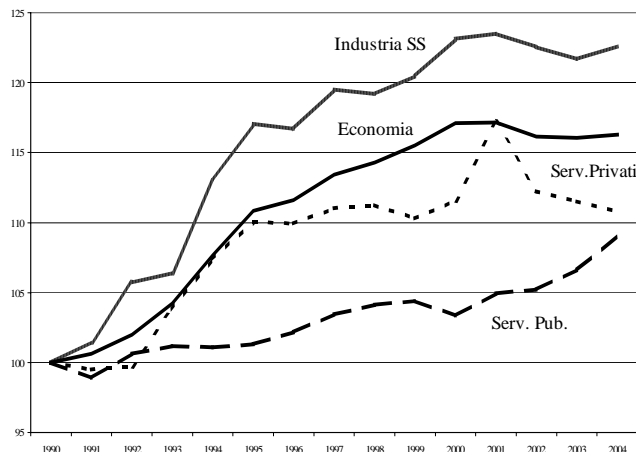
Essa si manifesta già nel decennio degli anni ottanta, col tasso di crescita che si riduce da 2,6 a 1,7 medio annuo rispetto agli anni settanta. La flessione del tasso di crescita è attribuibile interamente al terziario, poiché l'industria sperimenta invece una accelerazione.

Il rallentamento successivo, se valutato su base decennale, risulta più contenuto. Negli anni novanta, infatti, il tasso di crescita medio annuo della produttività si riduce solo di un paio di decimi di punto. In questo caso, contribuisce al rallentamento soprattutto l'industria, mentre il terziario si riprende seppure in misura modesta. Si osservi tuttavia, che la decelerazione è più accentuata a partire dalla metà degli anni novanta. Sul periodo 1996-2004 la produttività aggregata cresce solo dello 0,5% medio annuo. La frenata è generalizzata. Si veda a questo proposito la FIG. 2.8.

Il rallentamento rilevante della produttività dell'industria in senso stretto pone interrogativi di fondo sulla capacità competitiva dell'economia italiana. E' l'industria, infatti, a generare il flusso più rilevante di beni esportabili, dal momento che il terziario produce e vende prevalentemente sul mercato interno.

La produttività dell'industria è altamente correlata al valore aggiunto dell'industria e al PIL.

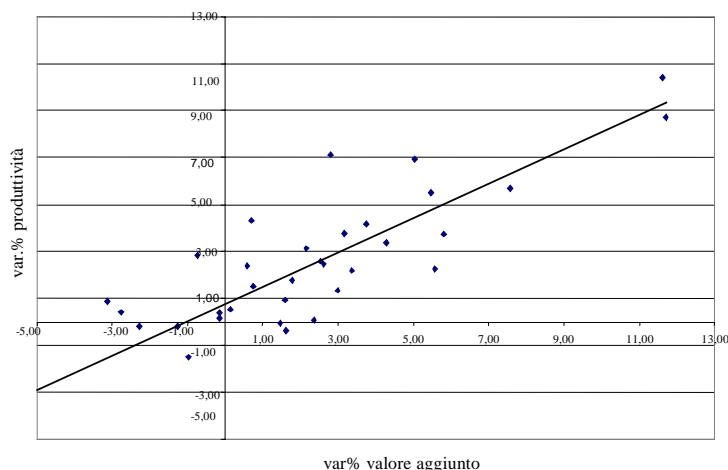
**FIG. 2.8: Indice della produttività per settore in Italia**



Fonte: nostre elaborazioni su dati di contabilità nazionale (nuova serie).  
Note: indice base 1990= 100.

L'elevata correlazione tra andamento della produttività dell'industria in senso stretto e andamento del valore aggiunto industriale (la legge di Verdoorn nella formulazione originaria) emerge chiaramente della FIG. 2.9, che riporta il diagramma di dispersione della variazione percentuale del valore aggiunto nell'industria in senso stretto (misurata sull'asse orizzontale) e della variazione percentuale della produttività nello stesso comparto (sull'asse verticale) nel periodo 1970-2004. Nel grafico è riportata anche la "linea di tendenza". Il coefficiente di correlazione è oltre 0,8. Anche la correlazione tra dinamica della produttività industriale e dinamica del PIL ossia del valore aggiunto generato nell'intera economia è molto alta. Ne discende che un lungo periodo di dinamica congiunturale fiacca si ripercuote negativamente anche sulla produttività dell'industria e per questa via sulla competitività delle merci nazionali.

**FIG. 2.9: Correlazione tra produttività e valore aggiunto nell'industria in senso stretto in Italia**



Fonte: nostre elaborazioni su dati di contabilità nazionale.

### 5. Produttività e dimensione d'impresa

La produttività del lavoro può essere concepita infine come una media delle produttività registrate nelle diverse classi dimensionali d'impresa ponderata con il peso che ciascuna classe ha sul totale dell'occupazione. Ne consegue che il tasso di crescita della produttività in aggregato dipende dai tassi di crescita della produttività nelle diverse classi e dal cambiamento della composizione dell'economia per classi dimensionali, ossia dalla *dinamica industriale* intesa come mobilità delle imprese tra classi dimensionali e come demografia industriale ossia nati-mortalità delle imprese.

Nella letteratura di economia industriale generalmente si concorda su due regolarità empiriche di immediato interesse ai nostri fini:

- *la distribuzione dimensionale delle imprese è fortemente asimmetrica.* La stragrande maggioranza delle imprese è infatti di piccole e piccolissime dimensioni mentre la quota delle grandi e grandissime imprese sul numero totale di imprese è molto bassa;

- *la produttività del lavoro è crescente nella dimensione d'impresa.* Pertanto un apparato produttivo caratterizzato dalle piccole dimensioni è tendenzialmente meno produttivo di uno contraddistinto dalle grandi dimensioni.

La prima regolarità è così diffusa nei paesi industrializzati da essere considerata un "fatto stilizzato". In questo quadro, tuttavia, il caso italiano si contraddistingue per un peso particolarmente elevato delle piccole dimensioni e particolarmente basso delle grandi dimensioni. Secondo il censimento del 2001, circa il 60% dei 4 milioni di imprese ha un solo addetto; le imprese fino a 5 addetti costituiscono il 90% del totale mentre le grandi imprese (oltre 100 addetti) rappresentano il 25 per mille (0,25%) del totale.<sup>12</sup>

**TAB. 2.7: Dimensione media delle imprese italiane (n. di addetti) alle date dei censimenti, quota sul totale degli addetti delle imprese "grandi" (oltre 500 addetti)**

	1981	1991	2001
Dimensione media	4,5	4,5	3,7
Grandi imprese			
- manifatturiero	19,6%	12,9%	9,6%
- trasporti e comunicaz.	22,0%	18,3%	14,1

Fonte: P. Potestio, "L'occupazione in Italia dal 1970 al 2003", *Rivista di Politica Economica*, 2005.

<sup>12</sup> A seconda del campione di imprese utilizzato per studiarla, la distribuzione dimensionale delle imprese si caratterizza come distribuzione log-normale o come legge di potenza (*power law*) sia nelle frequenze assolute (numero di imprese) sia nelle frequenze relative (quota percentuale delle imprese). Entrambe le distribuzioni sono caratterizzate da elevata *asimmetria a destra* (o *positiva*). Ciò implica che la coda di sinistra (delle piccole imprese) è molto alta mentre quella di destra (delle grandi imprese) è molto "prolungata".

Come si desume dalla TAB. 2.7, nel caso italiano, la dimensione media d'impresa – un indicatore peraltro distorto della tendenza centrale quando la distribuzione è fortemente asimmetrica come nel caso della distribuzione per dimensione – è andata diminuendo nel corso del tempo. Sono inoltre diminuite le grandi imprese, sia in numero assoluto che come quota dell'occupazione complessiva. Nella tabella si riporta la quota dell'occupazione assorbita dalle imprese con più di 500 addetti nel settore manifatturiero e in quello dei trasporti (in agricoltura, edilizia e negli altri comparti del terziario la quota è molto prossima allo zero). La quota delle grandi sull'occupazione del manifatturiero si è dimezzata mentre nei trasporti si è ridotta di 8 punti percentuali.

**TAB. 2.8: Produttività per addetto per settore e classe dimensionale in Italia, 2002** (in rapporto % rispetto alla media dell'economia)

	Ind. SS	Costruz.	Servizi	Totale
1-9	71,05	73,73	70,78	71,05
10-49	103,75	98,93	101,88	102,41
50-249	141,82	114,48	115,82	129,76
>250	180,43	142,09	131,64	152,55
<i>totale</i>	<i>121,98</i>	<i>84,45</i>	<i>90,35</i>	<i>100,00</i>

Fonte: ISTAT, Rapporto annuale, La situazione del paese nel 2004, p. 114.

Dalla TAB. 2.8 inoltre emerge chiaramente che sono le grandi imprese a generare i livelli più alti della produttività del lavoro. Nelle celle della tabella sono riportati i rapporti percentuali tra la produttività di ciascuna classe dimensionale nel settore indicato e la produttività media realizzata nell'economia nel 2002, pari a € 37.300 per addetto. Emerge chiaramente la relazione crescente che lega la produttività alla dimensione.

Per l'intera economia, la produttività nelle micro-imprese (quelle caratterizzate da un numero di addetti compreso tra 1 e 9) è poco più del 70% della produttività media dell'economia mentre la produttività nelle grandi imprese (oltre 250 addetti) è più del 150%. Si nota anche che la produttività delle micro-imprese non è molto dissimile da settore a settore mentre le grandi imprese sono chiaramente più produttive nell'industria in senso stretto.

Un apparato produttivo che si terziarizza e in cui aumenta il peso delle classi dimensionali minori si caratterizza quindi quasi per definizione per un livello decrescente della produttività del lavoro.

### 3. RECENTI TENDENZE DEL MERCATO OBBLIGAZIONARIO

L'interesse per il mercato degli strumenti di debito diversi dai titoli di Stato è cresciuto nel corso dell'ultimo triennio sia nella percezione dei soggetti più direttamente interessati (gli emittenti, gli investitori e gli intermediari) sia delle autorità di vigilanza e del legislatore: ciò è dipeso in parte dai gravi eventi di *default* che hanno coinvolto alcune società italiane, e in parte anche da motivazioni connesse ad esigenze di revisione della disciplina delle emissioni.

Il presente lavoro ha un duplice obiettivo: da un lato richiamare le principali innovazioni nelle caratteristiche tecniche dei prestiti obbligazionari emessi recentemente nel mercato domestico e, dall'altro, rilevare le più importanti tendenze circa le emissioni effettuate dalle banche.

#### 1. Le principali innovazioni

Negli ultimi anni si è assistito ad una significativa riduzione del peso dei titoli di Stato sul totale dei prestiti in circolazione a vantaggio delle emissioni private: di conseguenza si è avuta una più ampia diversificazione delle tipologie di emittenti che ha altresì determinato una rilevante diversificazione delle caratteristiche tecniche dei nuovi prestiti.<sup>1</sup>

In estrema sintesi, le principali innovazioni hanno riguardato la diffusione di prestiti indicizzati all'inflazione, di prestiti con durata particolarmente lunga, di prestiti con tasso nominale legato all'andamento dei tassi *swap*

(sia secondo tecniche "tradizionali", sia secondo altre definibili di "seconda generazione"), nonché di prestiti a durata "variabile".

#### I prestiti indicizzati all'inflazione

A partire dai primi anni duemila si è diffusa in Italia, come del resto in Francia e in Grecia, la pratica del collocamento di titoli con redditività legata all'andamento dell'inflazione.

Con riguardo al nostro paese, occorre dire che in passato tali titoli non incontravano il favore delle autorità di vigilanza, con l'effetto di forti limitazioni al loro collocamento da parte di emittenti privati (le poche emissioni lanciate all'epoca furono realizzate da istituti di credito fondiario) non meno che ad opera del Tesoro medesimo, al quale è stato possibile realizzare un'unica emissione della specie<sup>2</sup>. Le ragioni che scongiurarono all'epoca tale forma di indicizzazione furono sostanzialmente ricondotte al fatto che, in un contesto iperinflazionistico quale quello degli anni Ottanta, l'investimento in siffatti titoli non poteva che essere funzionale, almeno per i loro investitori, con il perdurare di una simile anomalia (ossia l'elevata inflazione). Il quadro economico in cui attualmente sono proposti i titoli indicizzati all'inflazione vede invece i tassi nominali italiani e dell'Area Euro a livelli storicamente bassi e di fatto risulta opposto al profilo prevalente negli anni Ottanta.

Con riguardo alle attuali emissioni pubbliche realizzate nell'area dell'euro, si osserva che esse si caratterizzano tutte per il comune riferimento all'inflazione europea rappresentata dall'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (IACP), per la messa in pagamento di cedole

<sup>1</sup> Sull'argomento si veda Davidia Zucchelli, Il mercato dei Corporate Bonds: tendenze evolutive dopo le crisi societarie del 2003, in Rivista AIAF, n.55, Luglio 2005.

<sup>2</sup> Si trattò dell'unica emissione dei cosiddetti Certificati del tesoro reali, noti anche come CTR, aventi durata decennale, 1° agosto 1983-1993, con tasso cedolare del 2% da ricalcolarsi sul valore nominale di volta in volta rivalutato.

indicizzate al valore nominale pro-tempore assunto dal titolo e per il rimborso effettuato al valore nominale rivalutato in ragione del pieno operare dell'indice<sup>3</sup>. Il riferimento ad un indice comune fa sì che titoli di Stati diversi, se di eguale durata, si differenzino tra loro (in termini di redditività/prezzo) unicamente per il diverso merito di credito del debitore. In tutto ciò è implicito che investitori residenti in paesi con un tasso di inflazione nazionale inferiore alla media europea risultano avvantaggiati rispetto ad altri che si trovano in paesi caratterizzati da circostanze opposte.

A partire dal 2003, anche il Tesoro italiano si è proposto sul mercato con emissioni (dapprima a 5 anni e successivamente a 10 e a 30 anni) destinate, soprattutto per la loro dimensione, a qualificarsi come *benchmark* nel mercato europeo (TAB. 3.1). A fine 2005 i Buoni del Tesoro indicizzati all'inflazione coprivano il 3,96% dello stock dei titoli pubblici in circolazione contro il 2,41% di fine 2004.

Per quanto riguarda gli emittenti privati (sino ad ora e a quel che consta esclusivamente soggetti bancari), essi hanno scelto di indicizzare i propri titoli alle variazioni del costo della vita unicamente in linea interessi e non anche con riferimento al valore di rimborso del capitale, verosimilmente ritenendo che tale ultima pratica

possa comportare rischi eccessivi e, implicitamente, rendendo incompleta per l'investitore la copertura dal rischio inflazione.

Dall'osservazione dei prestiti bancari indicizzati all'inflazione, emergono due tendenze di fondo. Su un primo versante si collocano quegli emittenti che, per fronteggiare la concorrenza dello Stato (i cui titoli sono indicizzati all'inflazione europea), offrono titoli indicizzati all'inflazione domestica quando questa si colloca su valori superiori a quelli medi europei. A tale riguardo, gli emittenti italiani hanno adottato l'*Indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati* (CPI) al netto dei consumi di tabacchi, talvolta maggiorato di uno *spread* fisso (compreso tra 0,5% e 0,9% in relazione alla durata dei titoli, di solito compresa tra 7 e 10 anni).

Su un altro versante si collocano gli emittenti che, per attenuare il divario con i titoli pubblici dovuto alla rivalutazione del capitale che essi non prevedono, adottano il riferimento all'indice armonizzato europeo moltiplicato per un coefficiente superiore all'unità. Solo apparentemente simili alle precedenti sono le emissioni, che prevedono il riferimento, ad un tempo, ai tassi a breve e ad indicatori dell'inflazione. In tali casi, si è di fronte a prestiti, di durata originaria di solito compresa tra 4 e 6 anni, il cui tasso nominale (per le cedole successive alla prima) è determinato da un "legame formale" in punto di indicizzazione al tasso Euribor (con *spread* particolarmente elevato rispetto allo standing del debitore), accompagnato dalla previsione di una soglia massima (*cap*) della cedola pagabile semestralmente riferita ad un multiplo (compreso tra 1,5 e 2,5 volte) del valore osservato per l'inflazione europea (tabacchi esclusi)<sup>4</sup>.

**TAB. 3.1: Buoni Poliennali del Tesoro indicizzati all'inflazione europea**

Durata	Primo collocamento	Tasso Reale	Importo (mil. euro)
5 anni	17.9.03	1,65%	13.400
5 anni	31.1.05	0,95%	12.798
10 anni	18.2.04	2,15%	14.500
30 anni	27.10.04	2,35%	7.677

Fonte: [www.tesoro.it](http://www.tesoro.it).

<sup>3</sup> Pertanto la cedola nominale (che approssimativamente esprime il tasso reale recato dal titolo) è di ammontare notevolmente inferiore a quella corrente per titoli non indicizzati nel capitale.

<sup>4</sup> In concreto: qualora l'inflazione fosse pari a 2,5, la cedola massima non potrebbe superare il 5%.

### I prestiti a lunga scadenza

Una dimostrazione del gradimento del mercato verso i prestiti obbligazionari emessi da imprese non finanziarie e non solo da Stati è rappresentata dalle emissioni a scadenza lunga e lunghissima.

Nel corso del 2004, ma soprattutto nella prima parte del 2005, le emissioni di obbligazioni a lunga scadenza sono cresciute considerevolmente, e in particolare quelle con durata compresa tra i 15 e i 30 anni<sup>5</sup>. La novità del 2005 è tuttavia rappresentata dalla diffusione di emissioni a lunghissima scadenza: Telecom Italia, la Repubblica Francese (FIG. 3.1) e da ultimo la Gran Bretagna – ottenendo un riscontro peraltro meno entusiastico dal mercato – hanno emesso *bond* a scadenza cinquantennale mentre Henkel e Bayer hanno emesso prestiti con scadenza dopo il 2100.

Le motivazioni a sostegno di tali emissioni sono, dal lato dell'offerta, il basso livello dei tassi nominali e quindi del costo dell'indebitamento, nonché l'opportunità di allungare la durata media del proprio indebitamento ancorché l'entità di tale allungamento dipenda molto dalla struttura pregressa dell'indebitamento dell'emittente.

Dal lato dei sottoscrittori non è sempre agevole comprendere la razionalità di simili investimenti specie con riferimento ai titoli corporate; per i titoli pubblici le perplessità possono essere in parte minori. Il rischio di credito e di mercato per i titoli corporate, infatti, sono particolarmente elevati, in considerazione della durata

---

indipendentemente dalla misura corrente del tasso Euribor.

<sup>5</sup> Si pensi alle emissioni, tra le altre, effettuate dalla Repubblica Italiana e dalla Città di Milano tra debitori pubblici e ad una emissione di General Electric tra debitori privati. Emissioni a 30 anni sono state effettuate altresì da emittenti quali Olanda, Spagna, Polonia e Grecia nonché BEI tra gli enti sopranazionali.

dell'investimento che, come noto, aumenta in modo significativo la volatilità del titolo, ossia la reattività del suo prezzo alle variazioni dei tassi di mercato<sup>6</sup>.

Il fatto inoltre che tali maggiori rischi, attualmente, non siano compensati, in un confronto storico, dai rendimenti offerti, rendono in definitiva tali strumenti poco adatti agli investitori *retail*.

Più articolata è la posizione degli investitori istituzionali, tra i quali occorre distinguere fra le assicurazioni e i fondi di investimento. Questi ultimi appaiono meno interessati a tali strumenti soprattutto per lo scarso sviluppo del segmento del mercato: in altri termini, per la mancanza di un *future* e di *benchmark* per questo tratto estremo della curva che ne riduce la liquidità. Non si può tuttavia escludere che, attivato un mercato di copertura, al crescere delle emissioni *benchmark* anche i fondi di investimento siano indotti a diventare più attivi in questo particolare comparto. Essi comunque preferiscono le emissioni trentennali, attualmente più liquide e con effetti analoghi in termini di *duration* sulla struttura complessiva del debito, al variare dei tassi di mercato<sup>7</sup>.

Alla base della necessità dell'allungamento dell'investimento vi è anche l'adeguamento ad una normativa comunitaria: dal 23 settembre 2005 le istituzioni che gestiscono gli accantonamenti con scopo previdenziale (le cosiddette IORP) devono infatti soddisfare una serie di nuove regole dettate dalla normativa che prevede, tra l'altro, un maggior rigore nella

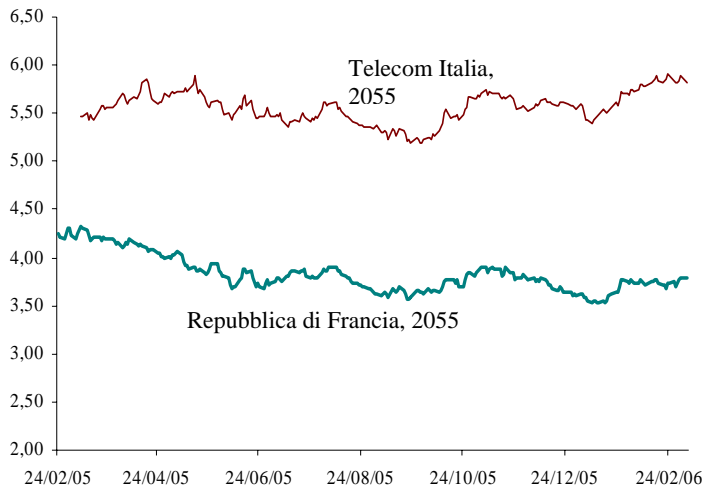
---

<sup>6</sup> Occorre considerare, inoltre, il livello di indebitamento che gli emittenti già mostrano e che se raggiunge valori sostenuti (benché con scadenza molto lunga) fa aumentare il rischio di una revisione del *rating*, con la probabilità di un *downgrade*.

<sup>7</sup> In effetti la *duration* tende ad appiattirsi verso i 20-30 anni ovvero non ci sono significative differenze di *duration* tra un prestito trentennale e uno cinquantennale.

gestione tra attivo e passivo e, quindi, la necessità di sottoscrivere titoli con una maggiore *duration*.

**FIG. 3.1: Rendimento di Telecom Italia e Repubblica di Francia cinquantennali**



Peraltro, anche la posizione delle assicurazioni e dei fondi pensione sembra per così dire “delicata” in considerazione soprattutto dell’elevato rischio di credito che tali titoli incorporano. Questi investitori istituzionali, infatti, sono chiamati a tutelare la posizione degli assicurati cercando di massimizzare l’attivo destinato a garantire le prestazioni future a loro riservate, anche se tali prestazioni sono per definizione “variabili” nell’ammontare. La domanda per le emissioni a lunghissima durata è stata molto elevata: anche 2 o 3 volte l’offerta e, al riguardo, va riconosciuto che le emissioni, soprattutto le cinquantennali, sono state effettuate con un timing perfetto.

#### **Le emissioni con tasso nominale determinato da legami ai tassi *swap***

I titoli cosiddetti *constant maturity swap* (CMS), oggi assai numerosi sul mercato (oltre una decina di essi è quotata anche al Mot di Borsa

Italiana), non rappresentano un’autentica novità pur costituendo un riferimento cui gli emittenti, in specie quelli di già significativo *standing* come i Tesori o gli Enti Internazionali, ricorrono per garantire ai sottoscrittori indicatori di redditività del tutto neutrali e oggettivi oltreché altamente espressivi dell’andamento della curva dei tassi.

Le prime emissioni il cui tasso nominale risultava legato ai tassi *swap* per durate medio lunghe (10-15 anni) risalgono infatti alla fine degli anni Novanta. Allora, il rendimento cedolare veniva determinato attribuendo al portatore dei titoli un rendimento nominale (erogabile a cadenza annuale) pari al 72% o al 67%, a seconda dei casi, del tasso *swap* osservato. Se da un lato il riferimento per la variabilità della cedola di un titolo a medio-lungo termine ad un tasso a medio-lungo termine poteva apparire equo – posto che l’alternativa era offerta dal riferimento ad un tasso a breve (il Bot o il tasso sui depositi interbancari) maggiorato di uno *spread* – in realtà il vantaggio veniva reso esiguo o nullo da un legame di rapporto inferiore ad uno.

Oggi si sono diffuse emissioni che, pur sempre ancorate ai tassi *swap*, possono definirsi di “seconda generazione”. Esse, in particolare, prevedono la possibilità per l’investitore di “speculare” sui possibili scenari legati all’andamento dei tassi: vengono infatti offerti, tra gli altri, titoli che prevedono che la redditività per cedola sia legata al differenziale tra i tassi *swap* a medio-lungo termine (più frequentemente il tasso a 10 anni) e gli analoghi tassi a breve (più frequentemente il tasso a 2 anni). Per introdurre una leva (da cui la caratterizzazione speculativa della redditività ritraibile dal titolo), gli emittenti prevedono che tale differenziale venga moltiplicato per un numero fisso (compreso tra due e quattro), con



l'effetto di esasperare la misura del tasso così determinato a seconda del posizionamento reciproco dei tassi a 2 e 10 anni<sup>8</sup>.

### I prestiti a durata “variabile”

Da ultimo, va rilevata la diffusione di prestiti riconducibili alla tipologia TARN (*Target Amount Redemption Notes*), che si caratterizzano per un profilo di spiccata variabilità (almeno potenzialmente) non tanto degli elementi che più concorrono alla redditività dello strumento, quali il tasso nominale o il prezzo di rimborso, quanto della durata effettiva (ad investimento concluso) dello strumento medesimo. In concreto, per tali prestiti, originariamente emessi per durate comprese tra i 4 e i 7 anni, le cui cedole sono normalmente legate all'andamento di parametri standard (tassi di interesse, indici di borsa o tassi di inflazione), il regolamento prevede la presenza di una clausola di richiamo del debito che, tuttavia, non rientra nella mera disponibilità del debitore bensì opera sulla base di un automatismo previsto dal regolamento stesso che determina il rimborso del titolo all'atto del raggiungimento di una prefissata soglia dei flussi cedolari cumulati (indipendente dal fatto che essi siano stati erogati)<sup>9</sup>. Un analogo meccanismo è

<sup>8</sup> Infatti, ove tale differenziale sia pari a 90 centesimi (come accade in presenza di un tasso *swap* a 2 anni del 2,36% e a un tasso a 10 anni del 3,26%) e posto un moltiplicatore di 3, la cedola risulterà pari a 2,70% (con un rapporto  $2,36/0,9 = 2,62$ ), mentre in presenza di un differenziale maggiore, poniamo 1,5, essa sarà pari a 4,5% (con un rapporto pari a 3).

<sup>9</sup> Ad esempio, nel caso di un prestito *index linked*, si consideri una durata all'emissione di 6 anni, una soglia dei flussi cumulati pari a 20 e la previsione di flussi cedolari pari al 5% annuo per i primi due anni e di misura variabile in ragione dell'andamento del rapporto tra indice di anno in anno osservato e indice iniziale per i successivi 4 anni. Si possono ipotizzare le due seguenti circostanze con differenti esiti sulla durata del titolo. Prima ipotesi: qualora nel corso del terzo anno l'indice del mercato osservato evidenzii

previsto operare anche per buona parte delle emissioni cosiddette CMS.

## 2. Il ruolo delle banche

Il mercato obbligazionario si è recentemente caratterizzato per alcuni aspetti di innovazione degli strumenti offerti che hanno riguardato sia le emissioni delle banche come pure gli emittenti corporate. Nel caso delle emissioni delle banche va sottolineato, in primo luogo, il crescente ricorso a strumenti di debito subordinati finalizzati al rafforzamento della struttura patrimoniale e, in secondo luogo, la rilevanza delle emissioni di strumenti di debito rivenienti dall'attività di cartolarizzazione operata dal sistema bancario. Inoltre, un terzo aspetto – sempre riguardante le banche – è da ricollegare all'attesa per l'emissione dei cosiddetti *covered bond* (ossia obbligazioni bancarie la cui restituzione in capitale ed interessi è garantita da una porzione dell'attivo patrimoniale), disciplinati dalla legge 130/1999 della quale si attende a breve la normativa di attuazione. Infine, con riferimento ancora alle emissioni delle banche come pure ai titoli corporate, si segnala l'accresciuto ricorso agli strumenti “ibridi”, ossia strumenti dalle caratteristiche tecniche che li rendono maggiormente assimilabili ai titoli azionari.

una variazione positiva del 10%, il prestito verrà rimborsato alla fine del terzo anno (quindi con tre anni di anticipo), avendo determinato una sequenza di flussi pari a 20 (5 per il primo e il secondo anno e 10 per il terzo). Seconda ipotesi: qualora nel corso del terzo anno la variazione dell'indice sia nulla, nel quarto sia pari a 6 e nel quinto sia pari a 5, il prestito verrà rimborsato alla fine del quinto anno (quindi con un anno di anticipo rispetto alla durata massima originaria), avendo determinato una sequenza di flussi pari a 20 (5 per il primo e secondo anno, 0 per il terzo anno, 6 e 4 per il quarto e quinto anno).

### I prestiti subordinati

L'esigenza di mantenere l'adeguatezza delle condizioni patrimoniali delle istituzioni creditizie, così come previsto dalla normativa di vigilanza e prudenziale, ha generato la diffusione, acceleratasi nell'ultimo biennio, di emissioni cosiddette "subordinate".

Le principali caratteristiche che contraddistinguono tali prestiti sono riconducibili al livello di subordinazione o *tier*. Di seguito si riporta la classificazione più diffusa:

- emissioni *Tier one* che, ove riconducibili a titoli di debito, si caratterizzano per il pagamento non garantito dei flussi cedolari e la non cumulabilità dei medesimi, l'emissione a tempo indeterminato (obbligazioni perpetue), anche se richiamabili non prima di 10 anni dall'emissione nonché, in caso di *default*, la rimborsabilità solo successivamente al rimborso di tutte le altre emissioni di prestiti non *Tier one*;
- obbligazioni *Upper tier two*, che si caratterizzano per essere perpetue o rimborsabili su autorizzazione della Banca d'Italia, per la differibilità e comunque la cumulabilità dei flussi cedolari, per la posposizione del rimborso rispetto a tutti gli altri prestiti circolanti fatta eccezione per quelli denominati *Tier one*, nonché l'assenza di standardizzazione delle modalità di rimborso;
- prestiti *Lower tier two*, che si caratterizzano per la scadenza decennale con facoltà di richiamo non prima di 5 anni che, ove non attivata, fa scattare clausole di crescita programmata (*step-up*) dei flussi cedolari, per l'assenza di alcun differimento delle cedole; nonché per il rimborso, in caso di *default*, privilegiato rispetto ai due precedenti *tier*;
- prestiti *Tier three*, che si distinguono per il possibile differimento dei flussi cedolari; per la durata normalmente non superiore a 3 anni; per la garanzia di rimborso maggiore rispetto ai

precedenti *tier*, ma comunque inferiore rispetto al debito ordinario.

Al fine di cogliere l'entità del fenomeno rappresentato dai prestiti subordinati, la TAB. 3.2 riporta per quattro principali gruppi bancari italiani l'attuale incidenza – in termini di numero di emissioni e di controvalore in circolazione – dei prestiti subordinati sul totale delle emissioni di obbligazioni.

**TAB. 3.2: Emissioni subordinate e totale obbligazioni di 4 gruppi bancari italiani**

	Banca Intesa	Uni credito	Sanpaolo IMI	Capitalia
Numero emissioni				
Subord. (a)	32	17	18	11
Totale (b)	759	366	581	346
a/b %	4,2	4,6	3,1	3,2
Controvalore in circolazione (mil. di euro)				
Subord. (c)	4.110	7.845	5.128	2.921
Totale (d)	242.140	64.041	59.331	40.461
c/d %	1,7	12,2	8,6	7,2

Fonte: nostre elaborazione su dati Reuters.

Come già richiamato, nel corso del 2005 sul mercato europeo si è assistito ad un certo interesse delle banche, delle assicurazioni e di altri emittenti (in particolare del settore utility e delle imprese) verso gli strumenti finanziari ibridi. Tali strumenti, dotati di forte subordinazione rispetto al debito societario, sono assimilabili al capitale di rischio, per taluni aspetti, e sono caratterizzati per essere spesso irredimibili, per il fatto che il mancato pagamento delle cedole e/o del valore nominale non è causa di *default* e per la circostanza che il pagamento delle cedole è condizionato alla distribuzione dei dividendi e, più in generale, all'andamento della redditività delle società emittenti (si veda l'Appendice a questo capitolo). Dal punto di vista degli emittenti, l'interesse per gli strumenti ibridi è in larga parte riconducibile alle politiche di crescita esterna attuate dalle imprese, di fatto difficilmente compatibili

unicamente con il ricorso al capitale di debito. Dal punto di vista dell'investitore, un contesto caratterizzato dalla ricerca di più elevati rendimenti e da propensione al rischio elevata, quale quello che ha caratterizzato il 2005, ha portato ad una buona accoglienza da parte del pubblico, confermata successivamente dal discreto livello di liquidità sul mercato secondario.

### **I titoli rivenienti dall'attività di cartolarizzazione**

I prestiti rivenienti dall'attività di cartolarizzazione hanno trovato sistemazione nel nostro contesto normativo grazie alla legge n. 130 del 1999. Da allora le emissioni sono state assai numerose, sia per iniziativa pubblica, sia, per quanto più qui interessa, per l'azione del sistema bancario. I dati forniti dalla Banca d'Italia<sup>10</sup>, mostrano che le emissioni realizzate nel periodo 1999/2004 sono state 225, per complessivi 143.400 milioni di euro e con una media di 635 milioni di euro per operazione. Su tali dati, comunque, hanno inciso significativamente le emissioni pubbliche. Limitatamente ai prestiti originati da cartolarizzazioni bancarie, peraltro effettuate sull'Italia e sull'estero, l'ammontare complessivo, nello stesso periodo, risulta pari a 84.272 milioni di euro.

Ciò che tuttavia stupisce è come la rilevanza dei prestiti cartolarizzati abbia trovato spazio unicamente nei portafogli degli investitori istituzionali e non anche in quelli degli investitori *retail*. Nonostante la creazione di un mercato dedicato da parte di Borsa Italiana (l'EuroMot, confluito nel Mot a fine 2005), risultano oggi quotate unicamente quattro emissioni pubbliche<sup>11</sup>; ciò anche a motivo degli

elevati tagli minimi di collocamento (50.000 euro) previsti dalla Banca d'Italia a tutela della consapevolezza dell'assunzione del rischio ad opera di investitori individuali.

### **I covered bond**

Una innovazione che potrebbe avere grande rilevanza per le banche del nostro paese è rappresentata dai *covered bond* (CB), obbligazioni bancarie la cui restituzione in capitale ed interessi è garantita da una porzione dell'attivo patrimoniale della banca emittente (specificamente crediti fondiari e ipotecari, crediti nei confronti delle pubbliche amministrazioni o garantiti dalle medesime, nonché titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti della medesima natura), i cui flussi di cassa sono destinati al servizio dell'obbligazione<sup>12</sup>. Più in dettaglio, le banche possono cedere i crediti/titoli appartenenti alle suddette tipologie, ad un veicolo finanziato da loro stesse (ovvero da

---

quali, nel 2005, sono stati realizzati scambi per 36,61 milioni di euro, pari all'1,1% del totale delle negoziazioni su EuroMot.

<sup>12</sup> La legge 14 maggio 2005 n. 80, di conversione del decreto legge 14 marzo 2005 n.35, ha per la prima volta introdotto in Italia una disciplina *ad hoc* in materia per le banche, attraverso l'aggiunta degli articoli 7-bis (Obbligazioni bancarie garantite) e 7-ter (Norme applicabili) alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti (legge 30 aprile 1999, n. 130). La scelta di inserire la nuova normativa nella legge n.130/99 appare condivisibile: per tale via, i *covered bond* italiani trarranno infatti beneficio da un quadro legale riconosciuto e consolidato che finora si è dimostrato soddisfacente. In assenza di una normativa *ad hoc*, solo la Cassa Depositi e Prestiti ha beneficiato, per effetto dell'art. 5 del d.lgs. 269/2003, di una disciplina speciale che le ha consentito di destinare propri beni e rapporti giuridici al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli da essa emessi, ponendo in essere un programma di emissione di *covered bond* basato su un portafoglio iniziale di mutui a regioni ed enti locali per circa 22 miliardi di euro.

<sup>10</sup> Cfr. Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anni vari.

<sup>11</sup> Si tratta di 4 prestiti della Società di Cartolarizzazione dei Crediti INPS (SCCI Spa) emessi per complessivi 6.050 milioni di euro, sui

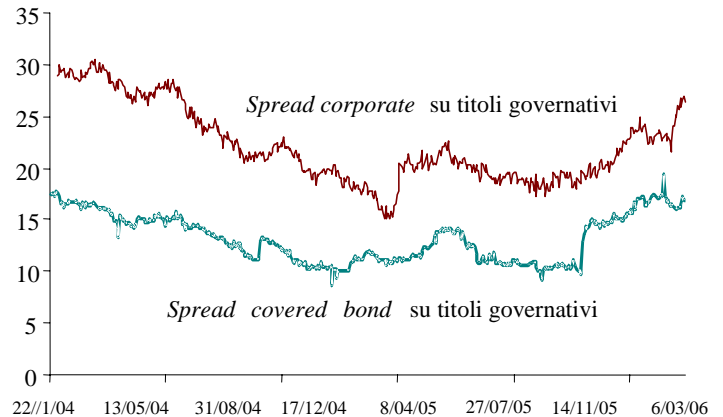
altre banche) che provvederà a garantire i bond, i quali saranno emessi direttamente dalla/e banca/banche finanziatrice/i. Il patrimonio del veicolo è segregato rispetto a quello della banca cedente e della banca finanziatrice (se soggetti diversi)<sup>13</sup>.

L'esigenza di avere uno strumento obbligazionario garantito da *asset* segregati è ad oggi più che mai fortemente sentita dalle banche italiane che devono competere sul mercato dei *bond* con istituti di altri paesi europei in cui tale tipologia di strumenti già esiste da tempo<sup>14</sup>. La mancanza di una normativa ad hoc ha penalizzato fortemente i nostri intermediari rispetto ai concorrenti esteri sotto diversi profili quali, tra gli altri, la capacità di adeguare l'offerta di prodotti a medio-lungo termine alle esigenze della clientela nel comparto del credito fondiario e dei finanziamenti al settore pubblico, e il costo della raccolta; si consideri, infatti, che nella generalità dei casi questi titoli godono del rating più elevato (solitamente la tripla A) che consente all'emittente di finanziarsi in modo particolarmente conveniente.

<sup>13</sup> Per completare il quadro normativo mancano le disposizioni regolamentari che saranno adottate, ragionevolmente in tempi brevi, con regolamento del Ministro dell'economia e delle finanze e della Banca d'Italia. Il regolamento in particolare dovrà disciplinare gli *assets* che potranno essere ceduti a fronte dell'emissione dei *covered bond*, il rapporto massimo tra le obbligazioni e le attività cedute, le modalità attraverso cui sarà possibile integrare il patrimonio ceduto inizialmente e le caratteristiche della garanzia che il veicolo presterà ai *covered bond*. Verranno, inoltre, emanate disposizioni che disciplineranno i requisiti delle banche emittenti, i criteri che le banche cedenti adottano per la valutazione dei crediti e dei titoli ceduti, nonché i controlli da effettuare sull'emissione di questi strumenti strutturati.

<sup>14</sup> Si pensi al caso del *Pfandbriefe* tedesco.

**FIG. 3.2: Spread dei titoli corporate con rating AA rispetto ai titoli governativi e spread dei covered bond stesso rating AA rispetto ai titoli governativi**



Infatti, la FIG. 3.2 mostra gli *spread* rispettivamente dei CB e dei titoli corporate con uguale rating (AA) rispetto ai titoli governativi. Rilevante è il differenziale fra le due categorie con gli *spread* dei CB sempre inferiori proprio per effetto di una disciplina legale e regolamentare molto favorevole all'investitore e dell'elevata qualità degli attivi che rientrano nel *cover pool*.<sup>15</sup>

Un ulteriore elemento distintivo dei CB è una più ampia diversificazione degli investitori. I CB infatti, tramite la possibilità di emettere titoli con *rating* più elevato rispetto a quello dell'emittente, consentono l'accesso all'investimento anche a quelle categorie di investitori vincolati a *rating* più elevati nelle loro scelte di investimento.

La domanda a livello internazionale per i CB è molto elevata e cresce a ritmi sostenuti da parte

<sup>15</sup> Va altresì rilevato che gli *spread* dei CB infatti si collocano a livelli inferiori rispetto ai *bond senior unsecured* dello stesso emittente e che gli *spread* sui CB sono decisamente inferiori anche rispetto a quelli tipicamente pagati sugli MBS (ossia titoli rivenienti dalla cartolarizzazione di mutui) con il medesimo *rating*.

soprattutto degli investitori istituzionali, come anche da parte di nuovi acquirenti quali le banche centrali ed investitori asiatici<sup>16</sup>, grazie proprio alle loro caratteristiche di basso rischio e di alta liquidità.

Risultano invece in genere esclusi gli investitori *retail*: tuttavia, per questi investitori si tratta forse di una occasione perduta, in quanto non appaiono riscontrabili nei CB ragioni di complessità e di rischio tali da giustificare una preclusione al loro investimento (così come opportunamente avviene invece per i titoli ABS).

A tale proposito la TAB. 3.3 riporta la suddivisione delle categorie di investitori che hanno sottoscritto CB all'estero e che hanno sottoscritto le emissioni della Cassa Depositi e Prestiti.

**TAB. 3.3: Investitori in covered bond**

Investitori	CB	CDDPP
Banche centrali	5-7%	7%
Assicurazioni	2-7%	4%
Fondi	20-40%	38%
Banche	20-40%	38%
Fondi pensione	5-15%	11%
Altri	-	2%

Fonte: SG e CDDPP.

I CB rappresentano uno strumento di raccolta complementare rispetto agli strumenti attualmente disponibili. Non si prevedono rischi di sovrapposizioni significative nemmeno con gli MBS. L'emissione di questi ultimi infatti continua a rappresentare una valida fonte di finanziamento, specialmente per le banche di piccola dimensione e prive di rating. Il ricorso ai CB per queste banche è più complicato, ma non impossibile, nel senso che potrebbero ricorrere a forme consortili di emissione, sempre se consentite dalle autorità di vigilanza. I CB sono in genere titoli a lunga scadenza e a

tasso fisso, per cui la sovrapposizione con gli investitori in MBS appare limitata. Lo dimostra l'esempio della Spagna, dove nel 2004 i CB e i MBS hanno rappresentato le due principali classi di attivi emesse, con il 37% del mercato ciascuna.

Le considerazioni relative alla liquidità e alla successiva attività di negoziazione variano a seconda che si faccia riferimento ai CB jumbo e agli altri. I jumbo infatti sono per definizione titoli di ammontare particolarmente rilevante (1 miliardi di euro), con rimborso bullet e a tasso fisso, con 2 o 3 market makers che fanno i prezzi per tranche di 15 milioni di euro. Con riferimento ai titoli negoziati su MTS le dimensioni aumentano ulteriormente. Sui mercati MTS (EuroCreditMTS ed EuroMTS (90 emissioni), MTS France (3 emissioni); MTS Italy (3 emissioni) e MTS Cedulas (35 emissioni) sono attualmente negoziati circa 100 titoli, con un ammontare totale di 270 miliardi di euro e quindi una dimensione media di 2,7 miliardi di euro.

Quanto al segmento dedicato a tali strumenti su *BondVision*, la piattaforma elettronica di trading *bank-to-client* controllata da MTS Group, nel 2005 l'espansione dei volumi e l'aumento della liquidità sono stati sostenuti dall'ingresso di 8 nuovi partecipanti tra cui Barclays Capital, Deutsche Bank e Ubs. Ad oggi, 19 partecipanti contribuiscono a rendere il segmento *covered bond* più liquido e che ora include tutte le emissioni *jumbo covered bond* (con flottante minimo di 1 miliardo di euro) di *Pfandbriefe*, *Cedulas*, *Obligations Foncières*, *ACS*, *covered bond* inglesi e le obbligazioni della Cassa Depositi e Prestiti. Nel 2005 gli scambi su *BondVision* nel segmento *covered bond* sono saliti del 500% rispetto al 2004.

L'interesse per i CB per le banche italiane diviene particolarmente rilevante in ottica

<sup>16</sup> Cfr. Michael Marray, *International bestsellers*, The Banker, April 2005, p.55.

prospettica, nell'attuale contesto macroeconomico e finanziario, alla luce della risalita dei tassi di interesse che potrebbe portare ad un ampliamento dello *spread* dei CB sui titoli bancari *senior unsecured*, i cui rendimenti sono scesi a livelli minimi negli ultimi mesi ma che stanno progressivamente risalendo portandosi su livelli più coerenti con il rischio di credito dell'emittente. Altre ragioni per il ricorso delle banche all'emissione di CB sono riconducibili alle attese di un maggior costo del *funding* nei confronti della clientela *retail*, e all'allungamento delle scadenze dei mutui ipotecari che richiedono adeguati strumenti di raccolta in vista di una corretta *assets and liabilities management*.

### 3. Conclusioni

Le considerazioni svolte hanno evidenziato il notevole dinamismo del mercato degli strumenti di debito collocati nel nostro Paese. Se esso non è certo un fenomeno nuovo nel contesto europeo, in Italia appare svilupparsi con maggiore accentuazione, a motivo da un lato della crescente presenza di emittenti diversi dallo Stato, tra i quali primeggiano le banche, e dall'altro, nella altrettanto accentuata concorrenza nella raccolta di risparmio che vede attive nel nostro paese accanto alle banche domestiche numerose filiazioni di banche estere. La notevole diversificazione delle caratteristiche tecniche dei prestiti, tuttavia, sembra portare ad una estrema polverizzazione delle emissioni: questa circostanza (accanto alla difficile comparabilità tra i titoli) non può che generare una ridotta liquidità degli strumenti, a motivo della contenuta dimensione unitaria dei prestiti, che a sua volta rende sporadica e marginale la quotazione su mercati trasparenti e di agevole accesso, quali quelli regolamentati.

### APPENDICE: Principali caratteristiche degli strumenti ibridi

Il termine "ibrido" viene utilizzato in genere in un'accezione estensiva intendendo quei titoli con caratteristiche tali da renderli maggiormente assimilabili ai titoli azionari. Di seguito si riportano taluni aspetti che caratterizzano gli strumenti ibridi rappresentati da passività subordinate.

- **Interest deferral.** In quasi tutte le emissioni subordinate è possibile includere questa clausola che, in caso di difficoltà finanziarie dell'emittente, prevede che i pagamenti cedolari possano essere sospesi, senza che ciò rappresenti evento di default. La sospensione del pagamento della cedola può configurarsi come un'opzione o un obbligo, a seconda che la decisione sia discrezionale o legata a vincoli posti dall'autorità di vigilanza competente. I dividendi, solitamente, non possono essere pagati in occasione di *interest deferral*. I fattori che determinano la sospensione del pagamento della cedola possono essere diversi quali ad esempio, la violazione dei valori minimi dei *ratio* patrimoniali. Quanto più aumenta la discrezionalità dell'emittente in questo tipo di decisione, tanto più cresce il grado di subordinazione effettiva del *bond* che risulta pienamente, pertanto, definibile come ibrido.
- **Grado di seniority in caso di liquidazione.** L'ordine con cui i creditori vengono ripagati in caso di liquidazione è un elemento che impatta sul *recovery rate*. Gli ibridi hanno il grado di maggior subordinazione tra i titoli obbligazionari, ma risultano senior rispetto all'*equity*.
- **Scadenza dei titoli.** Le passività subordinate possono avere una scadenza definita oppure essere irredimibili. Com'è intuitivo

questi ultimi titoli sono più rischiosi per i loro detentori, giacché non è sempre chiaro se e quando le eventuali cedole sospese vengano pagate. Molte passività subordinate, in aggiunta, sono *callable* ad una data prefissata. Con l'assunzione di base che tali strumenti vengano rimborsati alla data della *call*, pena il pagamento di un coupon *step-up*, si ravvisa un ulteriore elemento di rischio per questi strumenti nella possibilità che l'emittente non eserciti la *call*. Tale evento potrebbe essere molto probabile qualora, in tale data, il costo di finanziamento per la società emittente superasse il costo insito nel titolo esistente (considerando lo *step-up* del coupon), particolarmente nel caso di un *downgrade*. Nel caso in cui non sia presente una clausola di *step-up*, risulta ancora più elevato il rischio di mancato rimborso alla *call date*, qualora il rifinanziamento sul mercato non sia conveniente per l'emittente.

Un ulteriore e innovativo aspetto da segnalare con riguardo agli strumenti ibridi è una loro nuova tipologia apparsa nel corso dell'ultimo anno; si tratta di titoli denominati **Non-step Tier 1** che sono assimilabili ai titoli subordinati *Tier 1*, ma sprovvisti della clausola di *coupon step-up* alla *call*. In tale data (minimo 10 anni dall'emissione), nel caso in cui l'emittente non reputi opportuno procedere al rimborso del titolo, il coupon da fisso, diviene variabile con uno spread pari a quanto previsto al momento dell'emissione. Inoltre, i coupon per questi strumenti non sono cumulativi. Questi strumenti sono anche caratterizzati dalla clausola di *dividend stopper* che impedisce la distribuzione di dividendi ed il riacquisto di capitale di tipo T1, in caso di mancato pagamento del coupon sui *bond*. La mancanza dello *step-up* alla data della *call* rende, tuttavia questi strumenti molto più simili al capitale azionario e al debito irredimibile, assottigliando in maniera significativa il livello di protezione per gli obbligazionisti.