



**Università Cattolica del S. Cuore**

**LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA**

**OSSERVATORIO MONETARIO**

**n. 3/2006**

Autori del presente rapporto sono: Domenico Delli Gatti, Marco Lossani e Giovanni Verga (cap. 1), Giovanni Verga (cap. 2), Flavia Ambrosanio (cap. 3), Luca Colombo e Gilberto Turati (cap. 4). Ha collaborato: Giovanni Barone.

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Nicoletta Vaccaro.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili nel mese di ottobre 2006.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; [lab.monetario@unicatt.it](mailto:lab.monetario@unicatt.it) ; [www.assbb.it](http://www.assbb.it)

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli n. 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Moscova, 33 – tel. 02-6275.5252



## INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	“ 1
1 – ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA	“ 3
1. Il quadro macroeconomico	“ 3
2. Tassi e aggregati monetari in Europa	“ 15
3. Gli aggregati monetari e creditizi nella zona-Euro e in Italia	“ 19
4. L’attuale opinione della BCE sul rischio inflazionistico e le previsioni sui tassi	“ 22
APPENDICE Il mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti	“ 26
2 – IL MERCATO IMMOBILIARE	“ 32
1. La teoria: i fondamenti	“ 32
2. La teoria: un passo in più	“ 34
3. La situazione nell’Euro-zona	“ 35
4. Le prospettive per l’Italia	“ 38
3 – LA MANOVRA DI FINANZA PUBBLICA	“ 40
1. Il pre-consuntivo 2006	“ 40
2. Previsioni e obiettivi per il 2007	“ 42
3. La manovra sulle entrate	“ 43
4. La manovra sulle spese	“ 49
5. Elementi di valutazione	“ 52
4 – CONCENTRAZIONE E CONCORRENZA NELL’INDUSTRIA BANCARIA EUROPEA	“ 58
1. Il processo di consolidamento inflazionistico e le previsioni sui tassi	“ 59
2. Indicatori di concentrazione e concorrenza sui mercati bancari di alcuni paesi europei	“ 63
3. Efficienza, redditività e concorrenza	“ 72

## SINTESI

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

Nella prima metà del 2006 l'espansione internazionale è risultata ancora vigorosa. Il tasso di crescita del PIL mondiale si è attestato attorno al 5% mentre il commercio mondiale si espande in ragione di tassi prossimi al 10%. E' cambiata, tuttavia, la *composizione geografica* della crescita, con gli USA in fase di rallentamento, l'Eurozona in fase di lieve accelerazione e i paesi emergenti in pieno boom, specialmente Cina, India e America Latina.

Il quadro quindi è variegato e si presta a molteplici interpretazioni. In alcune analisi, ad esempio, si giudica in fase di *sincronizzazione* il ciclo mondiale, enfatizzando la convergenza nei tassi di crescita tra le diverse aree geoeconomiche. In altre analisi lo stesso fenomeno viene qualificato come *scollamento* mettendo in risalto i rischi di recessione globale. Nel breve periodo, il rischio più rilevante è quello di una *recessione negli USA*. Se la recessione ci fosse, si avrebbero ripercussioni negative sulla crescita globale.

L'origine della recessione USA sarebbe la *crisi del mercato immobiliare*. Il rallentamento del PIL nei primi tre trimestri del 2006 è stato determinato, infatti, in larga misura dalla contrazione dell'investimento in costruzioni. E' ancora incerta peraltro l'incidenza della crisi del mercato immobiliare sulla dinamica dei consumi. Se questi ultimi non risentissero in modo rilevante della perdita di valore degli immobili, il precipitare del rallentamento in vera e propria recessione sarebbe definitivamente scongiurato.

### **Il mercato immobiliare europeo -**

L'andamento del prezzo degli immobili e del credito alle famiglie per il finanziamento dell'acquisto di abitazioni ha attirato negli ultimi tempi l'attenzione delle Banche Centrali. In particolare, negli ultimi mesi la BCE ha espresso interesse per l'andamento del mercato immobiliare europeo: non solo perché i mutui alle famiglie sono attualmente una delle componenti più dinamiche del credito bancario, ma anche perché la continua crescita dei prezzi degli immobili (particolarmente intensa in alcune regioni dell'Euro-zona) ha sollevato timori legati all'esistenza di una bolla speculativa. Un suo eventuale scoppio potrebbe infatti determinare ricadute negative sull'economia dell'area dell'Euro, analogamente a quanto pare possa accadere all'interno degli USA. Dopo una breve presentazione delle teorie riguardanti le bolle speculative, nel capitolo viene analizzata l'evoluzione più recente del mercato delle abitazioni nell'Euro-zona e vengono presentate alcune brevi prospettive riguardanti l'Italia. La conclusione cui si perviene sottolinea l'esistenza di una asimmetria di fondo tra l'Euro-zona e gli USA: mentre il mercato immobiliare americano va attentamente monitorato in quanto potenzialmente capace di produrre delle conseguenze sistemiche degne di nota, per l'Euro-zona non si rilevano particolari problemi legati all'evoluzione del mercato immobiliare.

**La finanza pubblica** - I risultati di finanza pubblica per il 2006, come emergono dai dati di pre-consuntivo, mostrano che gli obiettivi programmati non sono stati realizzati, anche se tutti i saldi appaiono in miglioramento. La più favorevole dinamica del gettito tributario, connessa ad un andamento della spesa in linea con le previsioni, e gli effetti della manovra



estiva portano l'indebitamento della P.A. per il 2006 al 3,6% del PIL e l'avanzo primario allo 0,6% del PIL. Le previsioni tendenziali per il 2007 indicano l'avanzo primario all'1% e l'indebitamento netto al 3,8% del PIL e confermano la necessità di una manovra correttiva netta intorno ai 15 miliardi di euro, in modo da aumentare l'avanzo primario al 2% del PIL, ridurre l'indebitamento netto al 2,8% del PIL e il rapporto debito/PIL al 106,1%. La manovra proposta dal Governo contiene anche misure per l'equità e lo sviluppo che ne fanno aumentare l'entità a circa 35 miliardi di euro. Si tratta di una manovra particolarmente articolata e complessa, forse troppo incentrata sulle entrate, ma che lancia anche alcuni segnali positivi. Ad esempio, non si profilano aumenti di entrate con misure una tantum come i condoni, c'è una esplicita attenzione per la questione distributiva, si va sulla strada di una maggiore autonomia tributaria degli enti locali. Viene rimandata al futuro la vera sfida, ovvero l'attuazione di riforme strutturali capaci di porre sotto controllo la dinamica della spesa pubblica, in particolare della spesa corrente.

**Concentrazione e concorrenza nell'industria bancaria europea** - A partire dai primi anni Novanta, l'industria bancaria europea ha conosciuto un marcato processo di consolidamento, tuttora in atto, che ha condotto ad un significativo aumento della concentrazione

dell'industria. Il capitolo discute le implicazioni di tale processo di consolidamento sull'assetto concorrenziale dell'industria bancaria di cinque dei maggiori paesi europei: Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Spagna. Il nesso tra concentrazione e concorrenza è rilevante almeno sotto due distinti profili: da un lato, perché consente di meglio comprendere l'evoluzione e la natura dello stesso processo di consolidamento; dall'altro, perché influisce in misura non trascurabile sul comportamento delle imprese, con conseguenze rilevanti per la società nel suo complesso.

Nonostante l'apparente semplicità della nozione di concorrenza, non ne esiste alcuna definizione che consenta di coglierne esaustivamente tutti gli aspetti rilevanti. Ciò ha determinato l'emergere di una pluralità di misure "parziali", fondate sulla considerazione di un'unica variabile (tipicamente il livello di concentrazione del mercato, o l'andamento dei prezzi), che spesso conducono a risultati in qualche misura contraddittori. Le difficoltà interpretative dei risultati ottenibili utilizzando gli indicatori tradizionali di concorrenza suggeriscono il ricorso a misure in grado di legare direttamente il livello di concorrenza nell'industria bancaria all'efficienza e profittabilità delle banche che vi operano. Un primo esercizio in questa direzione, dal quale sembra emergere un deficit concorrenziale, è proposto nell'ultima parte del capitolo.

## INTRODUZIONE

### IL PASSAGGIO DEL TESTIMONE SEMBRA RIUSCITO<sup>♦</sup>

Nel 2006 l'economia mondiale aveva soprattutto un problema da risolvere: gestire senza traumi il rallentamento dell'economia americana, evitando sia che si trasformasse in una recessione vera e propria sia che frenasse la ripresa altrui, in particolare quella europea. I mercati finanziari hanno seguito con trepidazione la pubblicazione giorno dopo giorno dei dati sull'andamento dell'economia USA e di quelli sull'andamento dell'economia europea, e si è quindi potuto osservare – praticamente in tempo reale – il passaggio del testimone della crescita, del PIL reale e della produzione industriale, dagli Stati Uniti all'Europa.

E' un "sorpasso" stabile e destinato a durare? Merita ancora sottolineare tre aspetti che ci aiutano a capire la situazione attuale e le sue prospettive per i prossimi anni: ciascuno di essi riguarda una particolare combinazione di fattori congiunturali (macroeconomici) e strutturale (trend di sviluppo) sui due lati dell'Atlantico. Anzitutto, cosa ha determinato la frenata dell'economia americana. Non c'è dubbio che decisivo sia stato l'atteggiamento restrittivo della politica monetaria che il Presidente Greenspan ha attuato negli ultimi due anni del suo mandato. Il radicarsi di una tendenza dell'inflazione via via più alta, il raggiungimento di condizioni di pieno impiego, il rischio di una bolla speculativa dell'immobiliare che diventasse pericolosa per

la stabilità delle istituzioni finanziarie: tutte e tre queste circostanze hanno portato la Fed a volere un deciso rallentamento della crescita della domanda, riducendo in modo graduale ma deciso il sostegno dato da una politica monetaria negli anni precedenti molto espansiva.

Il nuovo Presidente della Fed, Benjamin Bernanke, si è in pratica solo limitato a confermare la strategia già decisa e a fermarla quando il suo successo era già sembrato ottenuto. Ma c'è un secondo aspetto che merita qualche riflessione. Se la gestione della politica monetaria è apparsa impeccabile (basta guardare alla regolarità, da libro di testo, degli aumenti del tasso di *policy* dall'1% al 5,25%); e quindi il controllo dell'inflazione non è mai stato in forse (basta guardare al livello dei tassi a lunga, che ha sempre "premiato" la reputazione della Fed), lo stesso non si può dire per lo squilibrio con l'estero dell'economia USA. Si incomincia a percepire che il deficit estero non misura soltanto uno squilibrio macroeconomico, ma probabilmente un graduale venir meno della leadership tecnologica che negli ultimi 10 anni aveva misurato la superiorità dell'economia americana.

In altre parole, ciò che si avverte (ne ha scritto anche l'*Economist* a fine ottobre) è che potrebbe essersi conclusa l'esperienza – durata dieci anni, cioè iniziata a metà degli anni '90 – in cui la leadership USA era anzitutto misurata da un'accelerazione della crescita della produttività e quindi del reddito potenziale. La frenata del 2006 è solo macroeconomica – si ricrea un po' di capacità inutilizzata e ciò concorre al ripristino della stabilità monetaria – oppure è più persistente: l'economia USA crescerà meno nei prossimi anni rispetto alla performance degli ultimi dieci anni?

Analogamente, ma esattamente rovesciata, è la domanda che ci possiamo oggi porre

---

<sup>♦</sup> A cura di Giacomo Vaciano.



sull'Europa. E' terminata la recessione di due anni fa, e la ripresa in corso è quindi unicamente la risposta agli stimoli provenienti dal recente boom dell'economia mondiale? Oppure anche nel nostro caso, operano fattori strutturali più significativi che concorrono ad elevare non solo crescita, ma anche la crescita potenziale?

Nel caso dell'Europa e della stessa economia italiana, è evidente che in questi mesi si sommano impulsi provenienti dalla crescita

dell'economia mondiale – abbastanza robusti da più che compensare il minor assorbimento da parte degli USA – che agiscono su una struttura produttiva ampiamente ristrutturata dopo la crisi degli anni passati. E' forse prematuro eccedere in ottimismo, eppure nel caso dell'Europa sembra di poter avvertire qualcosa di più robusto e persistente di una semplice ripresa ciclica.

## 1. ASPETTI DELLA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA

Nella prima metà del 2006 l'espansione internazionale è risultata ancora vigorosa. Il tasso di crescita del PIL mondiale, approssimato da una media ponderata della dinamica del prodotto di una cinquantina di paesi, si è attestato attorno al 5%. Il commercio mondiale è cresciuto in ragione di tassi prossimi al 10%. E' cambiata, tuttavia, la *composizione geografica* della crescita, con gli USA in fase di rallentamento, l'Eurozona in fase di lieve accelerazione e i paesi emergenti in pieno boom, specialmente Cina, India e America Latina.

### 1. Il quadro macroeconomico

**L'espansione internazionale continua.** Le informazioni più recenti – basate sull'andamento del tasso di crescita (tendenziale) del PIL nel secondo trimestre 2006 e del tasso di inflazione (tendenziale, calcolato sui prezzi al consumo) registrato nel mese di agosto – mostrano una congiuntura internazionale decisamente variegata, con evidenti differenze sia all'interno dei principali paesi industrializzati (USA, Eurozona, Regno Unito e Giappone) che all'interno del gruppo dei principali paesi emergenti: Brasile, Russia, India e Cina, spesso accomunati: nell'acronimo BRIC. Rispetto ai valori medi registrati dalla crescita del Pil (4,5%) e dall'andamento dell'inflazione (3,5%) – calcolati come medie aritmetiche semplici dei dati nazionali – si nota come i paesi industrializzati registrino tassi di crescita dei prezzi e dell'output inferiori alla media, con l'eccezione degli USA, il cui tasso di inflazione è lievemente superiore alla media. L'Euro-zona sperimenta una crescita di

consistenza modesta rispetto a quella degli USA, ma più che soddisfacente rispetto a quella registrata negli scorsi anni e considerata – almeno secondo gli standard ufficiali europei – prossima alla crescita potenziale. L'attività economica in Italia cresce più del previsto (1,5%), ma risulta sempre inferiore a quella dei partner europei. L'espansione nei paesi industrializzati ha tre tratti comuni: il consolidarsi della accumulazione di macchinari e attrezzature, la decelerazione degli investimenti in costruzioni, la tenuta dei consumi. I paesi emergenti sono su posizioni ancora più eterogenee. Russia e India registrano tassi di crescita dei prezzi e dell'output superiori alla media; la Cina cresce molto più della media (oltre 11%) ma ha una dinamica fiacca dei prezzi (1%); il Brasile ha inflazione di poco superiore alla media ma anche un tasso di crescita modesto (1%).

Il caso cinese non è sorprendente: la lunga fase di sviluppo che la Cina sta ancora vivendo è stata contrassegnata da una dinamica dei prezzi talvolta persino negativa, ossia da una vera e propria deflazione, che viene esportata anche verso il resto del mondo e contribuisce a calmierare la dinamica del livello dei prezzi all'interno delle principali aree industrializzate. Quanto al Brasile, va sottolineato che la scarsa vivacità della produzione in quel paese è in controtendenza rispetto agli altri principali paesi latino americani. L'Argentina cresce al ritmo dell'8%, il Perù e il Venezuela al 9%, la Colombia al 6%, il Cile al 4,5%.

Il quadro congiunturale è quindi variegato e si presta a molteplici interpretazioni, come sempre accade in prossimità di un punto di svolta ciclico. A conferma di ciò vi è anche la notevole varietà dei termini utilizzati per caratterizzare il momento attuale. In alcune analisi, il ciclo mondiale è giudicato in fase di *sincronizzazione*, enfatizzando



il fatto che le aree a più alta crescita nel recente passato registrano una decelerazione mentre quelle in cui il ritmo di espansione era meno accentuato si trovano in fase di accelerazione. In altre analisi lo stesso fenomeno viene qualificato come *scollamento* mettendo in risalto i rischi di precipitazione dell'economia in una recessione globale, causata da una *recessione negli USA*. Se l'economia USA entrasse in recessione si avrebbero infatti – secondo questa interpretazione – ripercussioni negative sulla crescita globale.

In verità, i paesi emergenti rappresentano ormai il 50% del PIL mondiale (valutati a cambi di parità dei Poteri d'Acquisto) e nel corso degli ultimi anni hanno contribuito per oltre il 50% alla crescita del PIL mondiale. In linea di principio, quindi, se dovesse venir meno lo stimolo alla crescita mondiale rappresentato dalle importazioni USA, i paesi emergenti potrebbero prendere in mano il testimone della crescita a livello internazionale. Su questa eventualità tuttavia, sussistono pareri discordi. Secondo alcuni, infatti, l'idea che la crescita nell'area euro e nei paesi emergenti possa auto-sostenersi in assenza del traino della domanda americana è quanto meno discutibile. Secondo altri, invece, la natura della crescita degli emergenti asiatici – veri motori dell'economia mondiale, trainati per lo più dalla domanda interna – garantirebbe un *soft landing* per l'economia internazionale, anche in caso di recessione USA.

**Gli squilibri restano.** Il rischio di recessione negli USA è in primo luogo riconducibile agli squilibri che l'economia statunitense ha registrato nel primo lustro del nuovo secolo – essenzialmente il deficit delle partite correnti che attualmente si aggira attorno al 7% del PIL. Per discuterne a ragion veduta facciamo

un semplice esperimento concettuale. Supponiamo che l'economia mondiale consista di due macroaree. L'area 1 rappresenta i paesi industrializzati (diciamo gli USA per semplicità), l'area 2 rappresenta invece i paesi emergenti (rappresentati emblematicamente dalla Cina). Per ciascuna area, il reddito  $Y$  è pari alla somma della domanda interna  $D$  (per consumi, investimenti e spesa pubblica) e della domanda estera netta  $E$ . Possiamo quindi scrivere:  $Y_1 = D_1 + E_1$  per gli USA e  $Y_2 = D_2 + E_2$  per la Cina.

Come è noto gli USA registrano un eccesso della domanda interna rispetto alla produzione complessiva:  $Y_1 < D_1$ . Ciò comporta un *deficit della bilancia commerciale USA*:  $E_1 = Y_1 - D_1 < 0$ . Si noti ora che, a livello mondiale, la somma dei redditi delle macroaree deve essere necessariamente uguale alla somma delle domande interne, ossia  $Y_1 + Y_2 = D_1 + D_2$ . In altri termini la somma dei saldi di bilancia commerciale deve essere necessariamente nulla  $E_1 + E_2 = 0$ . Ne consegue che il deficit degli USA deve essere uguale in valore assoluto al *surplus commerciale della Cina*:  $E_2 = Y_2 - D_2 = D_1 - Y_1 = -E_1$ . Ciò può avvenire solo se la Cina registra un eccesso della produzione interna rispetto alla produzione complessiva:  $Y_2 > D_2$ . La Cina quindi produce più di quanto spende e vende l'eccedenza agli USA che possono quindi spendere più di quanto producono.

Il deficit della bilancia commerciale degli USA presenta un problema di breve periodo di *finanziamento* e un problema di lungo periodo di *aggiustamento*. Nel breve periodo il paese in deficit deve trovare fondi per colmare il *gap* tra le uscite per importazioni e le entrate da esportazioni. Tali fondi, nella nostra economia mondiale semplificata, non possono che provenire dalla Cina. L'altra faccia della medaglia del deficit commerciale USA è quindi il *surplus dei movimenti di capitale USA* (esattamente dello



stesso ammontare in valore assoluto) così come l'altra faccia della medaglia del surplus commerciale della Cina è il deficit dei movimenti di capitale della Cina. La Cina quindi non solo consente agli USA di acquisire più beni di quanti ne produca, ma finanzia con "credito internazionale" l'eccesso di spesa.

Naturalmente questa situazione non è sostenibile all'infinito. Prima o poi il credito va rimborsato e l'origine del debito eliminata attraverso un processo di aggiustamento ossia di aumento delle esportazioni o di diminuzione delle importazioni USA. Ciò può avvenire mediante una *recessione negli USA* (e un boom in Cina) che riduca le importazioni (accresca le esportazioni) statunitensi e/o attraverso una variazione del tasso di cambio reale tra USA e Cina, che potrebbe avvenire per effetto di un deprezzamento del dollaro/rivalutazione del renminbi, e/o una decelerazione dei prezzi negli USA (e una fiammata inflazionistica in Cina). Naturalmente, poiché ad una recessione si accompagna di solito una decelerazione dei prezzi, la recessione negli USA avrebbe anche un effetto indiretto – via prezzi interni – di aggiustamento dei conti con l'estero.

L'origine del deficit di parte corrente USA è tuttora oggetto di un ampio dibattito. Nouriel Rubini ha individuato addirittura dieci teorie alternative – utili per spiegare le cause del deficit corrente e la mancanza di segnali consistenti di rientro dallo squilibrio – che sono classificabili in tre grandi gruppi.

Il primo gruppo di teorie concentra l'attenzione sul surplus commerciale della Cina in quanto tale (ossia non considerandolo effetto di uno squilibrio tra produzione e domanda interna) e lo interpreta come frutto della *politica mercantilista* delle autorità cinesi che terrebbero artificialmente basso il cambio reale

della loro divisa per conservare un ritmo di espansione sufficientemente elevato delle esportazioni. Si tratta, in buona sostanza della teoria di *Bretton Woods II* (sostenuta da Dooley, Folkerts-Landau e Garber) secondo cui la Cina sarebbe protagonista di una politica valutaria incentrata su un cambio fisso nei confronti del dollaro – simile a quella perseguita dai paesi europei nel corso degli anni '50 e '60 – mirante a favorire una crescita *export led*, necessaria ad assorbire l'eccesso di manodopera proveniente dalle campagne.

Il secondo gruppo di teorie fa discendere lo squilibrio di parte corrente USA dallo *squilibrio tra domanda interna e produzione degli USA*:  $Y_1 < D_1$ . Dovrebbero essere quindi in primo luogo gli USA a mettere ordine in casa propria. Sulle cause dello squilibrio tra domanda interna e produzione il campo degli analisti si divide ulteriormente. Per capire i motivi di questa ulteriore diatriba, ricordiamo innanzitutto che la domanda interna è composta da consumi, investimenti e spesa pubblica, ossia  $D_1 = C_1 + I_1 + G_1$ . Sostituendo questa espressione nella definizione  $Y_1 = D_1 + E_1$ , si ottiene  $S_1 = Y_1 - T_1 - C_1 = I_1 + (G_1 - T_1) + E_1$ . In parole: il risparmio delle famiglie ( $S_1$ ) - definito come la differenza tra il reddito disponibile ( $Y_1 - T_1$  ossia reddito al netto delle imposte) e i consumi ( $C_1$ ) – è pari alla somma degli investimenti delle imprese ( $I_1$ ), del deficit pubblico ( $G_1 - T_1$ ) ossia spesa pubblica meno imposte) e del saldo di bilancia commerciale ( $E_1$ ).

Poiché nel caso degli USA  $E_1 < 0$  possiamo scrivere  $S_1 - E_1 = I_1 + (G_1 - T_1)$ , ossia il risparmio di origine nazionale  $S_1$  e quello di origine estera importato negli USA per finanziare il deficit commerciale ( $-E_1$ ) è pari alla somma degli investimenti e del deficit pubblico. L'eccesso della domanda interna sulla produzione degli USA:  $Y_1 < D_1$  si può quindi ricondurre a una



carezza dei risparmi rispetto alla somma di investimenti e deficit pubblico:  $S_1 < I_1 + (G_1 - T_1)$ .

Sulle ragioni di questo squilibrio si confrontano due interpretazioni:

- alcuni attribuiscono l'origine dello squilibrio al massiccio *aumento del deficit pubblico* dovuto ai tagli delle aliquote e allo sforzo bellico successivi all'attacco alle Torri Gemelle. Tale interpretazione va generalmente sotto il nome di teoria dei deficit gemelli (*twin deficits*). Essa è stata adottata anche in passato – ad esempio in occasione della politica fiscale di Reagan nei primi anni ottanta – per evidenziare l'insorgere di un deficit di parte corrente in presenza di un forte stimolo fiscale;
- altri enfatizzano la *riduzione del risparmio delle famiglie*. Secondo questa interpretazione, la ragione dello squilibrio di parte corrente degli USA starebbe nel comportamento dei soggetti privati, che avrebbero ridotto progressivamente la differenza tra reddito disponibile e consumi grazie a condizioni monetarie eccezionalmente accomodanti (nel recente passato) che hanno dato luogo all'incremento dei prezzi degli immobili con ricadute positive sui consumi. Questo comportamento dei privati è oggi a rischio per effetto dello sgonfiamento dei prezzi degli immobili (su questo torneremo tra breve).

Il terzo gruppo di teorie pone l'enfasi sullo *squilibrio tra domanda interna e produzione del Resto del Mondo*:  $Y_2 > D_2$ . Dovrebbero essere quindi in primo luogo i paesi emergenti a correggere le distorsioni del loro apparato macroeconomico. Con un ragionamento simmetrico a quello fatto sopra per gli USA, giungiamo alla conclusione che  $S_2 = I_2 + (G_2 - T_2) + E_2$ , ossia il risparmio di origine nazionale  $S_2$  serve a coprire gli investimenti, il deficit

pubblico e il surplus della bilancia commerciale. L'eccesso della produzione sulla domanda della Cina  $Y_2 > D_2$  si può quindi ricondurre a un eccesso dei risparmi rispetto a investimenti e deficit pubblico ossia:  $S_2 > I_2 + (G_2 - T_2)$ .

Sulle ragioni di questo squilibrio si possono individuare almeno due linee interpretative. Alcuni sottolineano il livello troppo alto del *risparmio* nel resto del mondo (*global saving glut*) mentre altri enfatizzano la *carezza degli investimenti* (*investment drought*). Sulle ragioni dell'eccesso di risparmio si contendono il campo almeno tre ipotesi:

- alcuni (ad esempio Giavazzi e Blanchard) sottolineano il fatto che le famiglie cinesi devono risparmiare molto per motivi *precauzionali* a causa della mancanza assoluta di protezioni sociali fornite dallo stato e/o di un mercato dei capitali sviluppato;
- altri (come Cooper) sostengono che l'eccesso di risparmio è determinato da una struttura demografica al momento sbilanciata verso le generazioni che producono un risparmio netto;
- altri ancora propongono una linea interpretativa che riconduce l'eccesso di risparmio dei paesi emergenti al comportamento dei paesi produttori di petrolio. Come negli anni '70 c'è un problema di "riciclaggio dei petrodollari" dal momento che i paesi produttori non sono in grado di spendere gli introiti aggiuntivi da aumento del prezzo del petrolio.

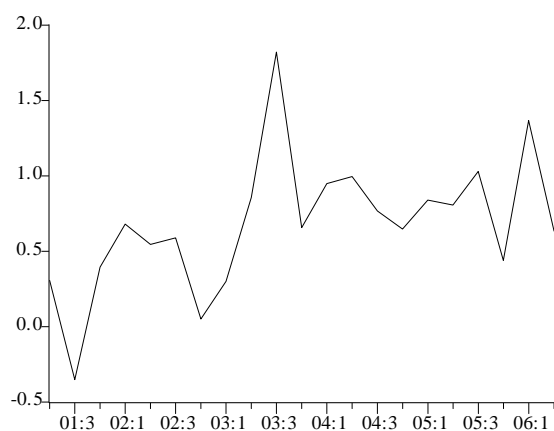
C'è evidentemente un grano di verità in tutte o quasi le linee interpretative esposte sopra. Gli squilibri statunitensi non sono solo un problema di origine interna, né le conseguenze degli squilibri possono essere confinate solo all'interno degli USA. Il resto del mondo e in particolare i paesi emergenti sono parte integrante del quadro: gli

squilibri di cui stiamo parlando sono di natura globale.

L'aggiustamento quindi coinvolge anche i paesi emergenti. E' evidente, ad esempio, che una più decisa rivalutazione del renmimbi e/o l'adozione di riforme strutturali in Cina, intese a creare una rete di protezioni sociali e a rendere più spessi ed efficienti i mercati finanziari, avrebbero il benefico effetto di ridurre il risparmio precauzionale e accrescere i consumi interni, contribuendo così all'aggiustamento dello squilibrio di parte corrente USA. Tuttavia, l'onere dell'aggiustamento ricade prevalentemente sugli Stati Uniti.

**Soft landing o recessione negli USA?** Se l'aggiustamento degli squilibri globali comporta un onere maggiore per gli USA, un ritmo più blando di crescita nell'economia statunitense – il tanto invocato *soft landing* - sarebbe auspicabile. Secondo alcuni analisti, gli Stati Uniti avrebbero già imboccato dalla seconda metà del 2004 un sentiero di graduale raffreddamento congiunturale (Cfr. FIG 1.1).

**FIG.1.1: USA: Prodotto Interno Lordo (tassi di variazione congiunturale)**



Fonte: Datastream

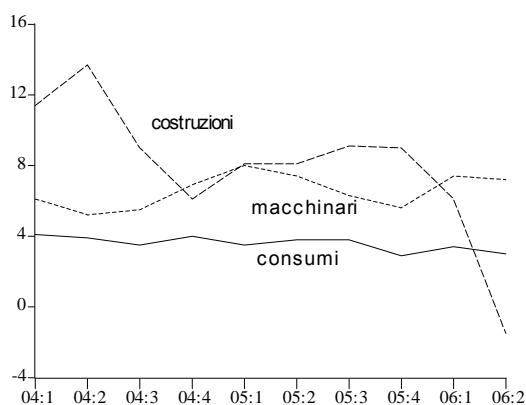
Qualche indicazione in questo senso si può trarre dall'andamento di medio periodo del PIL. Nel periodo 1996-1999 – ossia nei quattro anni precedenti la recessione e la successiva ripresa del 2000-2003 – il tasso di crescita congiunturale non annualizzato è stato superiore all'1% mentre nel periodo 2004-2006 il tasso di crescita è stato inferiore all'1%.

Dilatando l'orizzonte temporale si osserva che nel decennio 1990-2000 (ossia nel corso della lunga espansione avvenuta sotto Clinton), il tasso di crescita mediamente registrato per trimestre ha sfiorato lo 0.9%, mentre il tasso di crescita medio registrato dal 2000 ad oggi si è attestato allo 0.65%. Restringendo l'orizzonte di riferimento ai dati relativi al 2006, si registra chiaramente una decelerazione in atto. Nel secondo trimestre 2006 il PIL USA è cresciuto in termini congiunturali dello 0.7% (ossia del 2.9% annualizzato) contro l'1.2% (4.8% annualizzato) del primo trimestre dell'anno. Il rallentamento di metà anno replica la decelerazione avvenuta sul finire del 2005 (1.7% annualizzato).

Tuttavia occorre citare l'opinione – ancora minoritaria ma influente – dei pessimisti (ad esempio Nouriel Roubini o Steve Roach di Morgan Stanley) che interpretano il rallentamento in corso come l'inizio di una vera e propria recessione. L'origine di questo punto di svolta sarebbe la *crisi del mercato immobiliare*. Su questo punto esiste abbondante evidenza empirica. Ad esempio, il rallentamento del PIL nella prima parte del 2006 è stato determinato in larga misura dalla contrazione dell'investimento in costruzioni. Si osservi a questo proposito la FIG. 1.2 che riporta il tasso di crescita tendenziale delle componenti di spesa private interne. Nei primi due trimestri dell'anno in corso la dinamica dei consumi si è collocata attorno al 3% (tendenziale) per ciascun trimestre, a poca distanza da quella

del PIL. Ciò non sorprende anche in considerazione del peso preponderante che i consumi rivestono rispetto al prodotto interno. Quanto agli investimenti, mentre quelli in macchinari e attrezzature sono aumentati al ritmo del 7,5%, gli investimenti residenziali, nel giro di soli due trimestri, sono crollati da un tasso di crescita di poco inferiore al 10% ad un tasso di variazione negativo (-1,5% nel secondo trimestre di quest'anno)<sup>1</sup>.

**FIG.1.2: USA:Consumi e Investimenti (tassi di variazione tendenziale)**



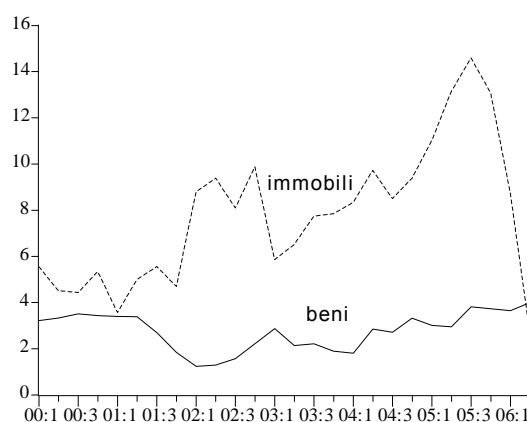
Fonte: Datastream

L'analisi della dinamica del settore immobiliare può essere ben completata anche dall'andamento di indicatori quali i permessi di costruzione o l'apertura di nuovi cantieri che registrano flessioni rilevanti nel corso del 2006. Analoghe indicazioni si traggono dall'andamento del prezzo degli immobili rispetto a quello dei beni. Nell'arco degli ultimi sedici anni l'indice dei prezzi degli

<sup>1</sup> Peraltro dal grafico si ricava l'impressione di un certo grado di "sostituibilità" tra investimenti non residenziali e investimenti residenziali nel corso del ciclo. Quando i secondi crescono, i primi conoscono una dinamica modesta, come nel 2004; viceversa, quando l'investimento residenziale crolla quello non residenziale tiene, come avvenuto dalla seconda metà del 2005 in avanti.

immobili è più che raddoppiato passando da 100 a 250 mentre l'indice dei prezzi dei beni è passato da 100 a 170. I dati più recenti tuttavia evidenziano una decelerazione di assoluto rilievo dei prezzi degli immobili, da tassi a due cifre a variazioni percentuali di circa il 2% (Cfr. FIG. 1.3).

**FIG.1.3: USA:Prezzi degli immobili e dei beni (tassi di variazione tendenziale)**



Fonte: Datastream

**Ascesa e crollo del mercato immobiliare USA.**

Vale la pena di soffermarsi brevemente sulle cause e le conseguenze del boom che ha preceduto l'attuale fase critica del mercato immobiliare per ricavare qualche indicazione prospettica. La dinamica accentuata dei prezzi degli immobili – che alcuni qualificano come una vera e propria “bolla” – si può ricondurre in buona sostanza all'allentamento delle condizioni monetarie seguito alla recessione del 2000-2001. In un certo senso, essa riflette l'effetto finale di una ricomposizione della ricchezza delle famiglie tipico delle fasi di riduzione dei tassi di politica monetaria.

La riduzione dei tassi di intervento induce un processo di sostituzione di portafoglio che procede a onde concentriche manifestandosi come aumento della domanda (e quindi dei prezzi) delle attività finanziarie a cominciare da quelle più

liquide ed estendendosi poi a quelle meno liquide, dai titoli di stato a breve termine fino alle azioni. Una volta arrivata alle azioni, la domanda in eccesso si rivolge alle attività reali, in primo luogo gli immobili. I prezzi salgono e inducono un aumento dell'offerta. Si aprono nuovi cantieri e si vendono nuove case.

Quando la domanda comincia a frenare, data la relativa rigidità dell'offerta almeno nel breve periodo, si verificheranno difficoltà nelle vendite di case. I prezzi verranno dapprima mantenuti invariati ma nel "pacchetto" venduto all'acquirente entreranno facilitazioni e benefit di diverso tipo<sup>2</sup>. In seguito i prezzi cominceranno a scendere per effetto dello stock di case invendute. Infine, a fronte della difficoltà a vendere si manifesterà uno stop all'ampliamento dell'offerta.

Con riferimento specifico al caso USA, molti analisti hanno sottolineato come la crescita del prezzo delle case e la riduzione dei tassi sui prestiti ipotecari abbiano creato *opportunità di nuovo indebitamento* per le famiglie, grazie allo sviluppo goduto dal mercato dei mutui immobiliari (si veda Appendice). Infatti, i due fenomeni hanno allentato il vincolo finanziario rappresentato dal valore attuale delle garanzie reali che le famiglie possono utilizzare per prendere a prestito, ossia il valore dell'immobile. Le famiglie USA hanno rifinanziato in buona misura i prestiti ipotecari ottenendo prestiti di ammontare maggiore a tassi più bassi. In questo modo hanno estratto una parte del patrimonio incorporato nelle loro case (*Home Equity Withdrawal, HEW*). Si calcola che l'HEW abbia raggiunto un picco pari al 10% del reddito disponibile nel 2005.

---

<sup>2</sup> Ad esempio, come sta accadendo attualmente, si offriranno a prezzo invariato coperture in granito piuttosto che tegole ordinarie, elettrodomestici in acciaio inossidabile piuttosto che comuni elettrodomestici bianchi., ecc..

Dal momento che le famiglie USA hanno destinato l'incremento del reddito disponibile dovuto a HEW prevalentemente a consumo, la propensione al risparmio si è ulteriormente ridotta ed è entrata in territorio negativo.

L'aumento dei prezzi degli immobili influenza favorevolmente i consumi anche per un *effetto ricchezza* positivo. Anche in assenza di HEW, infatti, la ricchezza totale delle famiglie valutata a prezzi di mercato risente dell'andamento dei prezzi degli immobili. In linea di principio l'effetto ricchezza dovrebbe indurre un aumento dei consumi, come accade per l'effetto ricchezza generato da un boom di borsa.

Ci sono ragionevoli dubbi, tuttavia, sul parallelismo tra l'effetto ricchezza dovuto all'incremento dei prezzi degli immobili e quello dovuto all'incremento del prezzo delle azioni. Se, ad esempio, aumentano i prezzi azionari e quindi aumenta la ricchezza *finanziaria* delle famiglie, il *capital gain* può essere monetizzato semplicemente vendendo le azioni in portafoglio. Si accresce il reddito disponibile e si accresce il consumo.

Se aumentano i prezzi delle case, la ricchezza *non finanziaria* delle famiglie aumenta e il *capital gain* può essere monetizzato semplicemente vendendo la casa. Fintantoché si parla di seconde case, il ragionamento parallelo a quello fatto per le azioni è corretto. Ma se la casa è l'abitazione principale, il proprietario non può monetizzare il *capital gain* a meno di non essere disposto a traslocare in una casa di minor valore o a prendere una casa in affitto. L'effetto ricchezza da aumento della ricchezza non finanziaria è quindi meno rilevante di quello dovuto ad aumento della ricchezza finanziaria perché si limita alle seconde case o al cosiddetto *HEW passivo* - che si manifesta quando gli anziani i cui figli sono andati a vivere per conto proprio vendono la casa di proprietà diventata troppo grande per trasferirsi in



una casa più piccola e consumano il *capital gain* o lo investono in altre attività.

L'ascesa graduale ma inesorabile dei tassi negli ultimi due anni ha invertito la tendenza. Il valore degli immobili è sceso. Se gli istituti bancari non chiedono il rifinanziamento dei mutui ipotecari, l'incremento dei tassi sui mutui a tasso variabile può indurre un aumento della morosità e dell'insolvenza, di cui ci sono già segnali. Se il rifinanziamento comunque avviene, anche l'ammontare del prestito si riduce. In entrambi i casi le famiglie non possono più utilizzare la ricchezza immobiliare per finanziare i consumi.

Cosa accadrà nei prossimi mesi dipende in larga misura dall'intensità relativa con cui si manifesteranno i diversi fenomeni evidenziati in precedenza. Secondo gli ottimisti l'effetto della crisi dell'edilizia sarà circoscritto. Sul mercato immobiliare non sarebbe in corso un vero e proprio crollo ma una "salutare correzione" di rotta rispetto alla crescita parossistica degli anni scorsi. Il tasso di crescita del PIL rimarrebbe quindi in zona positiva nel prossimo futuro ma subirebbe una limatura valutabile tra mezzo e un punto percentuale di crescita annua nei prossimi due-tre anni. Non poco ma non una recessione vera e propria.

I pessimisti fanno notare invece le somiglianze tra il ciclo di tipo *boom and bust* dell'immobiliare in corso e quello del settore *high tech* degli anni '90 che alla fine condusse alla recessione del 2000. In quella occasione la recessione fu innescata dalla contrazione dell'investimento non residenziale. Alla base del ciclo dell'investimento *high tech* ci fu una bolla sul mercato azionario dei titoli della *new economy* (*dot.com. stocks*). La Fed cercò di contrastare gli effetti di tale crisi inondando di liquidità il sistema e pose così le premesse

della bolla immobiliare successiva. La Fed quindi ha finito col creare una nuova bolla – quella sul mercato immobiliare – adottando un *comportamento asimmetrico* nei confronti della bolla precedente, decidendo cioè di non intervenire quando la bolla si è sviluppata ma solo quando essa è scoppiata, per limitare i danni della crisi. Tale comportamento è giustificato dalle banche centrali (non solo dalla Fed) in base alla convinzione che non è chiaro a priori se l'ascesa dei prezzi di una attività, finanziaria o reale, è dovuta a una bolla speculativa piuttosto che ad una variazione dei valori fondamentali dell'economia. Inoltre i prezzi delle attività sono molto volatili di modo che reagire sistematicamente alle oscillazioni dei prezzi renderebbe estremamente volatili anche i tassi di interesse.

Il comportamento asimmetrico della Fed garantisce una sorta di *opzione put* (la Greenspan-Bernanke put appunto) al mercato favorendo il comportamento opportunistico tipico della bolla. In altri termini la neutralità *ex ante* e l'attivismo *ex post* sono una delle ragioni, forse la principale, delle bolle.

Sempre secondo i pessimisti, il tracollo del mercato immobiliare avrà conseguenze più rilevanti di quella dell'*high tech*. E non potrà essere curato dall'accomodamento monetario perché il "cavallo non beve" – per usare un'espressione di moda un trentennio fa - quando deve leccarsi le ferite.

Nel complesso, considerando i diversi elementi che entrano in gioco sembra del tutto plausibile affermare che non dovrebbe esserci un forte effetto ricchezza. La crisi del settore immobiliare non dovrebbe scatenare la recessione.

**Non ci sono solo tinte fosche.** La (potenziale) crisi del settore immobiliare USA è il punto debole di una congiuntura che rimane per molti

versi robusta. Lo scenario a fosche tinte (*doom and gloom*) quindi è solo uno degli stati futuri dell'economia possibili. Con riferimento ai consumi, ad esempio, si possono elencare alcuni elementi macroeconomici che contrastano gli effetti della perdita di valore del patrimonio immobiliare. A sostegno dei redditi delle famiglie americane – e quindi dei consumi - si potrebbe citare la dinamica vivace delle retribuzioni (circa il 4%) e la buona performance del mercato del lavoro.

Il tasso di disoccupazione è prossimo al 4,5%, un valore superiore al minimo storico (3,7%) registrato al culmine dell'espansione avvenuta sotto Clinton ma inferiore a quello del tasso NAIRU (*Non-Accelerating-Inflation Rate of Unemployment*) – ossia del tasso di disoccupazione minimo che l'economia può raggiungere senza far accelerare l'inflazione – che si colloca poco sopra il 5%.

Inoltre l'andamento dei prezzi delle materie prime ha subito una correzione nel corso dell'estate che alcuni giudicano duratura. Il prezzo del petrolio, che aveva toccato gli 80 dollari a barile, è sceso nel giro di pochi mesi fino a 60 dollari. Il livello dei prezzi delle *commodities* rimane quindi su livelli storicamente molto alti ma il contributo alla dinamica futura dell'inflazione sembrerebbe, sempre secondo la visione ottimistica, ormai esaurito.

Infine, rimangono storicamente molto alti i profitti delle imprese. La dinamica dei profitti ha un duplice effetto. Da un lato sostiene gli investimenti (compensando gli effetti della politica monetaria restrittiva sperimentata finora), dall'altro giustifica su base fondamentale un andamento positivo della Borsa americana che potrebbe riverberarsi in chiave favorevole sia sui consumi – via

rivalutazione della ricchezza finanziaria – sia sugli investimenti.

D'altro canto, la dinamica delle retribuzioni sta provocando una dinamica accentuata del costo del lavoro per unità di prodotto che spinge sull'inflazione *core*, oltre che sull'inflazione *headline*. L'inflazione *headline* ha superato il 4% in luglio, un punto in più rispetto all'inflazione nello stesso mese dello scorso anno e quasi il doppio dell'inflazione in Europa. L'inflazione *core*, ossia al netto di energetici e alimentari cresce tra il 2,5% e il 3,0% (Cfr. FIG. 1.4): l'ultimo dato relativo al mese di settembre ha infatti portato la variazione tendenziale al 2,9%.

**FIG. 1.4: USA: Inflazione *headline* e *core* (tassi di variazione tendenziale)**



Fonte: Datastream

La Fed si trova quindi in una situazione difficile, fronteggiando per l'ennesima volta il *trade off* tra l'obiettivo di sostenere la crescita - in pericolo per le conseguenze del tracollo dell'immobiliare - e l'obiettivo di contenere le spinte inflazionistiche - che ha ispirato la politica di graduale incremento del tasso di intervento. E' per via di questo dilemma che la Fed si è rivelata più cauta nella prosecuzione della politica di rialzo del tasso sui *Fed Funds*. L'ascesa graduale del tasso di intervento (che ha raggiunto il 5,25%) potrebbe



essere in via di esaurimento, anche se il tono della politica monetaria resta moderatamente restrittivo.

Nel momento in cui scriviamo le stime provvisorie pubblicate con riferimento all'andamento del Pil USA nel terzo trimestre dell'anno - +1,6% su base congiunturale annualizzata, il tasso più basso registrato negli ultimi tre anni e ben al di sotto delle aspettative del mercato – sembrano dimostrare che la decisione della Fed di mantenere invariati i tassi al 5,25% sia stata opportuna. Inoltre, se tale *policy stance* dovesse proseguire nei mesi a venire, verrebbe fornito un ulteriore contributo a favore del deprezzamento del dollaro in termini effettivi – già in atto da qualche tempo – complici anche le politiche monetarie dei principali paesi industrializzati – Giappone compreso, che per la prima volta da oltre un decennio ha annunciato la fine della ZIRP (Zero Interest Rate Policy)<sup>3</sup>.

**Eurozona in lieve accelerazione.** Nel secondo trimestre del 2006 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto del 3,6% (tasso congiunturale annualizzato), quasi un punto in più rispetto agli USA e alla performance registrata dalla stessa regione europea nel primo trimestre dell'anno. E' così proseguita la fase di accelerazione congiunturale già manifestatasi

---

<sup>3</sup> Va però ricordato che nonostante l'annuncio della fine della ZIRP, in Giappone non sono del tutto scomparsi i timori di deflazione. L'ultimo dato relativo all'inflazione al consumo in settembre segnala solo un modesto aumento (+ 0,2%), di gran lunga inferiore a quanto atteso; inoltre la *core inflation* ha persino registrato un calo dello 0,5% rispetto ad un anno prima, grazie al contributo dei beni dell'elettronica al consumo e alla caduta dei prezzi di alcuni servizi (in particolare telefonia mobile) Ciò ha immediatamente contribuito all'indebolimento dello Yen, per via del venir meno delle aspettative di tassi in rialzo.

tra la fine del 2005 e l'inizio del 2006 che ha portato l'Eurozona a registrare tassi di crescita compresi tra l'1,5 e il 2%, un notevole passo avanti rispetto al recente passato e lungo il sentiero di avvicinamento alla crescita potenziale che viene stimata attorno al 2,5%. Gli indicatori di fiducia, soprattutto delle imprese, sono in crescita da oltre un semestre. Il principale motore della crescita sta diventando la domanda interna: è in corso un'accelerazione degli investimenti industriali e in costruzioni e si assiste a un risveglio dei consumi privati, che confermano il miglioramento del grado di fiducia espresso dalle famiglie, probabilmente favorito dal positivo andamento conosciuto dal tasso di disoccupazione in fase calante da oltre un anno: le ultime rilevazioni mostrano come tale indicatore sia ormai prossimo all'8%, in decisa convergenza verso il NAIRU europeo.

La situazione continua ad essere caratterizzata da una certa eterogeneità nelle performance di crescita nazionali. La Spagna registra tassi di sviluppo superiori al 3%: nei primi due trimestri del 2006 ha infatti raggiunto un tasso di crescita (congiunturale) dello 0,9% – sostenuto da un'accelerazione nella crescita degli investimenti in macchinari e da una ripresa dell'attività di esportazione che ha più che compensato la flessione dei consumi e degli investimenti in costruzioni. Germania e Italia rimangono invece caratterizzate da tassi di sviluppo inferiori. Tuttavia anche all'interno dei due paesi considerati a crescita lenta si stanno manifestando dei decisi segnali di risveglio. Nei primi due trimestri del 2006, il tasso di crescita italiano (su base congiunturale annualizzata) è stato del 2,5% - contro la crescita zero registrata a fine 2005. D'altro canto la Germania – grazie all'eccellente performance delle esportazioni e alla elevata dinamica dell'attività industriale – ha registrato

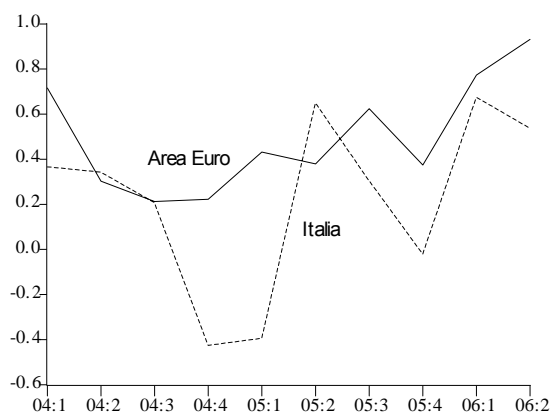


una vera e propria accelerazione della sua crescita. Il consiglio dei sei istituti di ricerca economica capitanati dall'IFO ha infatti rivisto le previsioni per l'anno in corso, passando dall'1,8 al 2,3%: il tasso di sviluppo più elevato registrato nel corso degli ultimi 5 anni. Secondo diversi commentatori queste indicazioni positive andrebbero mitigate dalla considerazione di altre variabili che mostrano come il punto di massimo del ciclo europeo sia già stato superato. Tuttavia, sullo scenario previsivo di consenso - che sconta un rallentamento ciclico già nei primi mesi del 2007 (peraltro influenzato negativamente anche da possibili sviluppi negativi registrati dal comparto immobiliare) - si sono ultimamente inserite alcune inaspettate buone notizie. Le indagini IFO sul clima di fiducia in Germania dimostrano che i consumatori tedeschi mantengono elevate le loro intenzioni di spesa - nonostante l'incremento dell'IVA, previsto in ragione di tre punti percentuali in più rispetto al regime attualmente vigente; analogamente, sono risultate ottimiste anche le imprese. In modo simile anche le indagini INSEE sulla fiducia francese mostrano la presenza di segnali positivi. Per di più gli ultimi dati diramati dalla BCE confermano la continua crescita del credito, in particolare alle imprese (+12,7% su base congiunturale annualizzata nel mese di settembre), che dimostrerebbe l'esistenza di una certa vivacità per quanto riguarda l'attività produttiva. Sul fronte dell'inflazione emerge un quadro relativamente sotto controllo. L'inflazione al consumo è attualmente al 2,3%, poco sopra i desideri delle autorità monetarie europee; l'indicatore di inflazione *core* cresce invece in ragione di tassi abbondantemente inferiori al 2%, grazie anche e soprattutto alla dinamica contenuta delle retribuzioni. Le autorità

monetarie comunque continuano a dichiarare di tenere sotto attento controllo la dinamica dell'inflazione: il profilo rialzista per quanto riguarda i tassi di intervento in Europa non sembra quindi in fase di esaurimento (Cfr. sezione successiva).

In questo scenario l'economia italiana si trova a vivere una fase congiunturale migliore rispetto a quelle del passato più recente (Cfr. FIG. 1.5), ma non priva di qualche ombra. Il recente *downgrading* deciso da Fitch e S&P è l'espressione di un giudizio sostanzialmente negativo - nonostante lo sforzo di risanamento contenuto nella Legge Finanziaria - sulla condizione della finanza pubblica italiana, che sembra confermato anche dal deterioramento della fiducia dei consumatori. In ottobre l'indice di fiducia - secondo le rilevazioni ISAE - ha conosciuto un calo sensibile, dovuto al peggioramento delle aspettative sui risparmi che le famiglie percepiscono in diminuzione a seguito della introduzione delle misure contenute nella Finanziaria.

**FIG.1.5: Area Euro: Prodotto Interno Lordo (tassi variazione congiunturali)**



Fonte: Datastream



Al tempo stesso però si sono manifestati dei miglioramenti in diversi ambiti della congiuntura, al punto che diversi analisti hanno affermato che per la prima volta dopo molti anni il nostro paese è entrato in una fase di decisa ripresa, grazie sia all'andamento della domanda interna che di quella estera.

La domanda interna finale si è dimostrata vivace. I consumi hanno ripreso a crescere dopo cinque anni di quasi stagnazione. Si è già detto della fiducia intaccata dall'esito della manovra che potrebbe influenzare i comportamenti di spesa dei prossimi mesi. Tuttavia a ciò si contrappongono gli effetti positivi dovuti al miglioramento del reddito disponibile per molte famiglie e alle migliori performance registrate dal mercato del lavoro: il tasso di disoccupazione italiano ha proseguito lungo il sentiero di discesa raggiungendo valori (poco sopra il 7%) che sono inferiori a quelli medi europei. Nel primo semestre del 2006 in Italia gli occupati sono cresciuti del 2% su base tendenziale (circa mezzo milione di occupati in più), soprattutto grazie all'apporto fornito dal settore terziario. A ciò va aggiunta la buona performance degli investimenti fissi, che stanno crescendo a tassi superiori al 3,5% (nel raffronto tra primo semestre 2006 e analogo periodo dell'anno precedente) e che hanno contrastato il contributo negativo alla crescita generato dall'investimento in scorte. Il decumulo di scorte, peraltro, pur facendo da zavorra alla espansione corrente, potrebbe essere un segnale della forza della domanda che si potrebbe manifestare in futuro.

Dal lato della domanda estera va ricordato che a settembre le esportazioni sono cresciute del 7% verso la aree extra-UE, un risultato decisamente positivo anche se ancora insufficiente a contrastare il forte incremento

registrato dalle importazioni (+11,3%) che ha condotto ad un ulteriore ampliamento del deficit commerciale. Nel corso dei primi 9 mesi dell'anno il disavanzo con paesi extra-UE ha infatti conosciuto su base tendenziale un ampliamento di oltre 10 miliardi di Euro, soprattutto per effetto del rincaro petrolifero. Per quanto concerne il commercio interno alla Unione Europea, le tendenze più recenti seguono invece un andamento opposto. Nel mese di agosto 2006, le esportazioni verso i paesi Ue sono aumentate su base tendenziale del 15,7 per cento (mentre le importazioni sono cresciute dell'11,8 per cento). Il saldo commerciale è così risultato positivo per 387 milioni di euro. Nel complesso, nei primi otto mesi del 2006 le esportazioni hanno segnato, rispetto allo stesso periodo del 2005, un incremento del 9,7 per cento e le importazioni del 15,1 per cento. Nello stesso periodo, il saldo è stato negativo per 15.769 milioni di euro, da confrontarsi con il deficit di 4.805 milioni di euro rilevato nei primi otto mesi del 2005.

Va però rimarcato come nonostante il deterioramento (in valore assoluto) della bilancia commerciale le esportazioni nette siano tornate a fornire un contributo positivo alla crescita, a partire dall'ultimo trimestre dello scorso anno. Dietro tale performance vi è anche l'aumento dell'export in volumi, riconducibile sia alla ripresa realizzatasi all'interno delle principali aree di sbocco delle nostre esportazioni (in particolare l'Eurozona) che al riposizionamento delle esportazioni italiane all'interno di fasce di mercato caratterizzate da un più elevato livello qualità/prezzo e perciò relativamente meno soggette alla pressione concorrenziale della produzione di alcune economie emergenti (in particolare asiatiche).

Nel complesso lo scenario previsivo rimane caratterizzato da un moderato ottimismo,

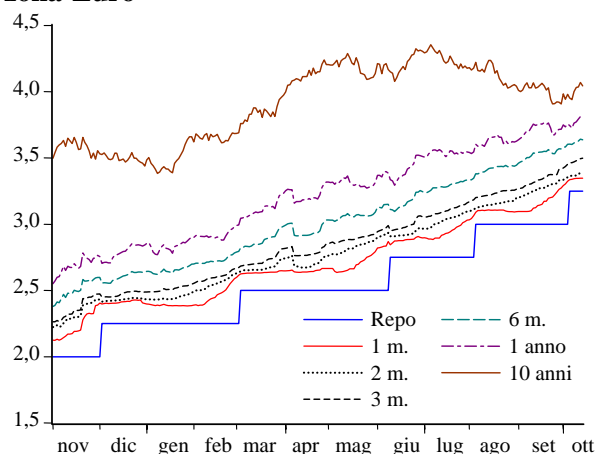
confortato anche dalla pubblicazione dei dati più recenti. Ad agosto, il fatturato industriale ha registrato un incremento su base tendenziale del 12%, mentre gli ordinativi sono cresciuti dell'8,2% su base congiunturale e del 21,7% su base tendenziale con dinamiche pressoché uguali registrate sul mercato interno ed estero. Nello stesso mese le vendite al dettaglio sono aumentate del 2%, mentre le vendite hanno registrato significativi aumenti sia nella componente interna che in quella estera. La produzione industriale – secondo l'indagine rapida di Confindustria – sebbene non abbia conosciuto incrementi tra agosto e settembre, ha registrato un aumento del 3,3% rispetto ad un anno prima sulla base del calcolo dell'indice corretto. Infine va ricordato come anche i risultati dell'ultima indagine sul grado di fiducia degli imprenditori condotta nel mese di ottobre confermino un quadro caratterizzato da una certa stabilità dopo il deciso miglioramento registrato in settembre alla ripresa dell'attività economica dopo la pausa estiva.

## 2. Tassi e aggregati monetari in Europa

A ottobre la BCE ha innalzato il livello del Repo al 3,25%, ma la serie di aumenti non è ancora finita e un prossimo incremento appare vicino. Tutti i tassi a breve sono in fase di crescita, mentre quelli a lunga si trovano a un livello più basso di qualche mese fa. Continua l'espansione di M3 e del credito. La componente più liquida, M1 e in particolare i c/c bancari, sono invece in fase di decelerazione. Con qualche vischiosità i tassi bancari si stanno adeguando ai tassi di mercato.

**I rendimenti di mercato nella zona-Euro.** Negli ultimi mesi i rendimenti del mercato monetario sono cresciuti, proseguendo la tendenza in atto dalla fine dello scorso anno. A partire dal dicembre dello scorso anno, infatti, la Banca Centrale Europea ha aumentato il tasso ufficiale di 25 punti base per cinque volte: il Repo, che al novembre dello scorso anno era al 2%, è ora al 3,25% (FIG. 1.6).

**FIG. 1.6: Il Repo e i tassi di mercato nella zona-Euro**

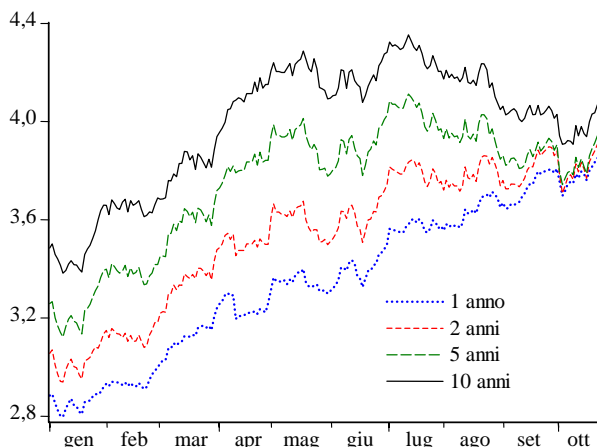


Fonte: BCE, Finland Bank e Reuters; periodo: 1 novembre 2005 13 ottobre 2006. Tassi: fino a 1 anno Euribor, 10 anni Eurirs.

Nelle settimane precedenti le riunioni del Consiglio Direttivo il mercato ha sempre

anticipato correttamente le decisioni sul tasso ufficiale. In particolare, il rendimento dell'Euribor a un mese – che è un indicatore delle aspettative di breve periodo sul Repo – si è sempre adeguato al suo nuovo valore di equilibrio (circa 11 punti base sopra il Repo) già prima che venisse comunicato il nuovo valore del tasso ufficiale. A questo risultato ha contribuito sia la maggior trasparenza da parte della Banca Centrale che, in particolare, l'“involontario rilascio” di importanti informazioni sulle intenzioni del Consiglio Direttivo contenute nelle risposte del Presidente ai giornalisti durante le sue conferenze stampa. Per esempio, nel luglio di quest'anno, di fronte a qualche incertezza del mercato, Trichet ha lasciato intendere che gli interventi avrebbero continuato ad essere di 25 punti base e che il primo aumento sarebbe stato deciso all'inizio di agosto, seguito da uno ad ottobre e, probabilmente, a dicembre.

**FIG. 1.7: Il tasso a medio e lungo termine nella zona-Euro**

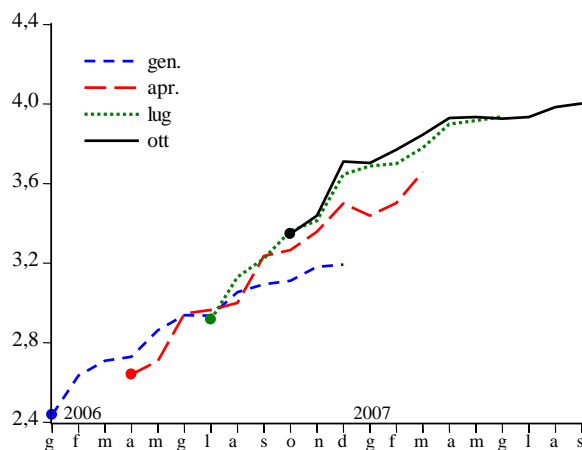


Fonte: Reuters; rendimenti dell'Eurirs.

A differenza dei tassi a breve, i rendimenti a scadenza 5 e 10 anni si sono invece abbassati da luglio a settembre, per poi riprendere a salire con l'inizio di ottobre (FIG. 1.7).

A loro volta, i tassi a 2 e 3 anni si sono mossi lungo un trend orizzontale. In conseguenza di ciò, attualmente i rendimenti per scadenza sono molto più vicini fra loro di qualche mese fa.

**FIG. 1.8: L'evoluzione delle aspettative a breve**



Tassi impliciti sull'Euribor

Le aspettative sull'andamento dei tassi a breve si sono ormai consolidate (FIG. 1.8): le curve dei tassi impliciti ricavate dall'Euribor che fino ad aprile continuavano a muoversi verso l'alto, risultano sovrapposte a partire da luglio.

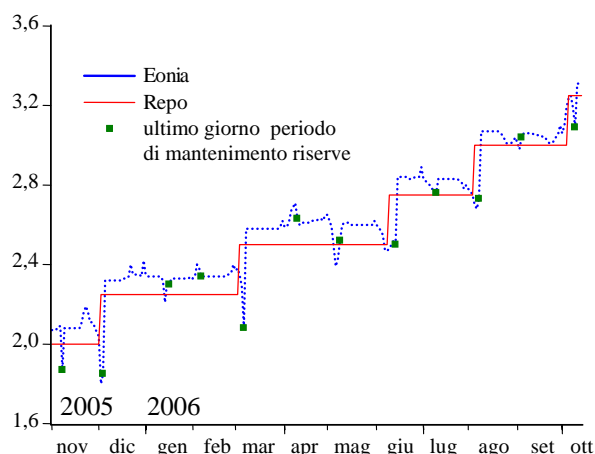
Dall'andamento della curva dei tassi impliciti di ottobre sembrerebbe anche che il mercato consideri in fase di esaurimento la serie di aumenti del tasso ufficiale. Dall'angolazione della curve risulta comunque che il mercato ritiene molto probabile un ulteriore aumento del Repo di 25 punti a dicembre e possibilmente un altro a marzo.

**L'Eonia e la liquidità del sistema.**

L'andamento giornaliero dell'Eonia e del Repo sono riportati nella FIG. 1.9. A parte gli ultimi giorni dei periodi di mantenimento della riserva obbligatoria, il tasso *overnight* è sempre rimasto sopra il tasso ufficiale, con uno *spread* vicino a quello del tasso marginale sulle operazioni di rifinanziamento principale. Grazie anche ad operazioni di *fine*

*tuning* attivate dalla BCE, le condizioni di liquidità del sistema sono state nel complesso abbastanza “neutrali”. Alla fine dei periodi di mantenimento della riserva l’Eonia si è però spesso ridotto, portandosi sotto il Repo, in stretta correlazione con l’abbondanza o meno di liquidità. Anche nel periodo considerato è emerso il forte legame negativo tra la variazione del tasso e l’indice della liquidità dei sistema dato dalla differenza fra i depositi presso la Banca Centrale e le operazioni di rifinanziamento marginali.

**FIG. 1.9: L’andamento dell’Eonia e del Repo**



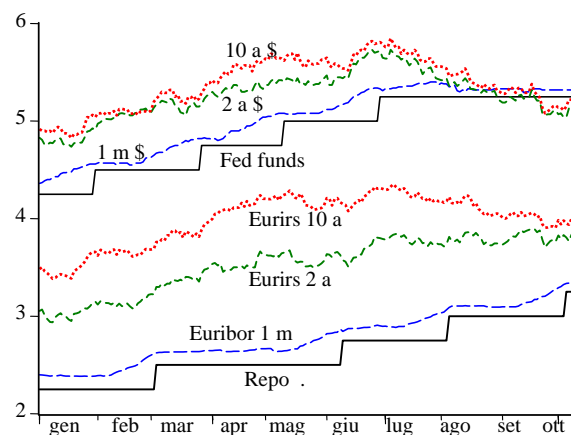
Fonte: BCE e Finland Bank.

**Un confronto con i tassi americani.** Il differenziale fra i tassi americani e quelli europei si è recentemente ridotto anche se i tassi europei rimangono su di un livello nettamente inferiore (FIG. 1.10). Il ridimensionamento è stato particolarmente significativo per i tassi a breve, più sensibili ai corrispondenti andamenti dei tassi ufficiali. A partire da giugno, infatti, il Repo è salito di 75 punti base, mentre il rendimento dei *Fed Funds* soltanto di 25 punti.

Anche il differenziale fra i tassi a scadenza superiore all’anno si è ridimensionato, pur se

in maniera meno accentuata. In particolare, per quanto riguarda il rendimento degli *swaps* a 2 anni, l’Eurirs si è mantenuto stabile mentre il corrispondente rendimento in dollari si è ridotto. I rendimenti sui decennali si sono mossi verso il basso sia negli USA che nella zona-Euro e solo dall’inizio del mese di ottobre si è manifestata un lieve controtendenza.

**FIG. 1.10: Tassi europei ed americani**



Fonte: BCE, Finland Bank, Reuters e Fed; oltre l’anno: rendimento degli *swaps*

Va comunque notato che negli USA i tassi a lunga e a breve si sono ormai allineati. Questo fenomeno, per altro non comune, è interpretato come un sintomo dell’aspettativa di una possibile prossima inversione di tendenza nella politica della FED.

In effetti le stime di consenso riportate da *bfinance and banks* e riferite al primo ottobre scorso, prevedevano, per la media dell’intero 2007, un valore del *libor* a 3 mesi inferiore di quasi mezzo punto al suo livello di fine settembre, contro la previsione di un rendimento decennale dei titoli di Stato sostanzialmente stabile.

Questa discesa dei tassi a lunga, che è avvenuta quasi contemporaneamente negli USA e nella zona-Euro, è ritenuta dalla BCE una conseguenza



della flessione dell'inflazione attesa a lungo termine, della riduzione del premio per il rischio sulle scadenze più lontane e dell'aspettativa di una moderazione della crescita economica negli Stati Uniti - cui si è ultimamente aggiunto l'effetto della flessione del settore immobiliare statunitense che ha ridotto l'emissione di titoli a lunga.

**Le obbligazioni corporate.** Nel comparto delle obbligazioni *corporate* della zona-Euro ha trovato conferma negli ultimi mesi la tendenza al lieve ampliamento del loro differenziale di rendimento rispetto ai titoli di Stato (TAB. 1.1). Questo fenomeno, già segnalato in occasione del precedente Osservatorio, è riconducibile sia alle prospettive di una possibile crescita del *default rate* sia (fino allo scorso luglio) all'aumento del rendimento dei titoli *benchmark* governativi. Il rendimento del Bund decennale, che nel settembre del 2005 aveva raggiunto il suo minimo storico del 3,00% circa, era infatti progressivamente risalito e aveva superato il 4,10% agli inizi del luglio di quest'anno, per scendere successivamente attorno al 3,80%.

L'attività di revisione dei *rating* da parte di Moody's ha mostrato un rinnovato vigore (circa 28% con riferimento al mercato degli Stati Uniti), anche se i miglioramenti di giudizio (*upgrade*) si equivalgono sostanzialmente ai peggioramenti (*downgrade*). Le prospettive del settore appaiono esposte ai rischi di un parziale deterioramento dei conti delle aziende sulla scia dell'atteso raffreddamento della congiuntura statunitense. Al riguardo, le attese di Moody's sul tasso di *default* dei titoli speculativi - ovvero quelli caratterizzati da un *rating* inferiore a "BBB" - risultano in

deterioramento nei prossimi dodici mesi (dall'attuale 1,46% al 2,59% previsto per settembre 2007).

**TAB. 1.1: Spread delle obbligazioni corporate in Europa rispetto ai Bunt tedesco**

(valori al 13 ottobre 2006)

Anni	M.D.	Rend.	Spread	variazione		
				1 m.	6 m.	12 m.
2-3						
AAA	2,2	3,74	10	2	-0	3
AA	2,3	3,84	19	1	1	4
A	2,2	3,97	33	-0	4	8
BBB	2,2	4,10	47	0	7	8
5-7						
AAA	5,1	3,88	16	1	3	9
AA	5,0	3,96	24	1	4	12
A	5,1	4,19	47	-1	5	16
BBB	5,0	4,48	78	1	15	13
>10						
AAA	10,6	4,14	27	0	2	11
AA	10,9	4,29	40	-1	1	11
A	10,2	4,68	82	1	7	19
BBB	10,4	4,96	110	-1	11	26

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

**I prezzi delle azioni e il cambio.** Dopo la significativa flessione che i corsi di tutte le borse hanno subito nel mese di maggio, vi è stata a livello mondiale una reazione di segno opposto, tanto che ora tutti i mercati risultano in ripresa rispetto a tre mesi fa (TAB. 1.2).

Negli Stati Uniti, inoltre, l'aspettativa che la FED abbia ormai terminato la serie degli aumenti del tasso ufficiale ha contribuito alla riduzione del rendimento delle obbligazioni a lungo termine e all'aumento delle quotazioni azionarie. L'indice Dow Jones è così tornato a livelli superiori a 12.000.

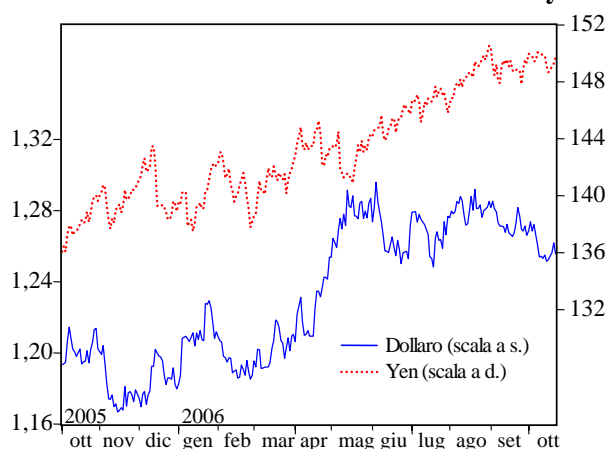
**TAB. 1.2: La crescita dei prezzi nei vari mercati e settori azionari a livello mondiale**

Mercati	periodo			
	1m	3m	1 a	3 a
<i>Zone geografiche</i>				
Italia	4,3	9,4	5,9	23,3
Europa	6,4	11,1	6,1	26,4
Est Europa	13,3	5,8	-4,2	40,0
Nord America	5,8	9,5	4,6	12,9
Giappone	6,0	7,2	-7,0	14,5
Asia	5,9	8,8	-3,7	19,2
America Latina	15,2	13,0	2,0	37,1
Mondo	6,1	9,8	3,6	17,4
<i>Comparti:</i>				
Tecnologia	5,9	17,3	-0,7	9,5
Finanziario	4,9	10,4	5,6	23,2
Medico/Farmac	4,0	5,2	7,7	11,1
Immobiliare	7,5	13,3	12,6	34,0
Risorse Naturali	10,2	9,7	-0,5	30,7
Reddito fisso	-0,8	1,3	2,4	-0,1

Fonte: Morningstar, valori al 25 ottobre 2006. Rendimenti % in euro.

L'euro, che si era significativamente rafforzato sul dollaro, salendo dall'1,209 del 13 aprile all'1,296 del 5 giugno, ha stabilmente oscillato negli ultimi mesi attorno a un livello di 1,26 (FIG. 1.11) e nonostante l'ultima leggera flessione non sono per ora previsti significativi scostamenti dall'attuale linea di fondo. Negli ultimi mesi l'euro ha continuato a rafforzarsi anche nei confronti dello yen, nonostante sia stata decretata (almeno stando alle dichiarazioni rese dai *top officials* della Banca Centrale giapponese) la fine della fase della politica monetaria a tasso zero che ha contrassegnato per diversi anni la politica monetaria giapponese.

**FIG. 1.11: Il cambio del dollaro e dello yen**

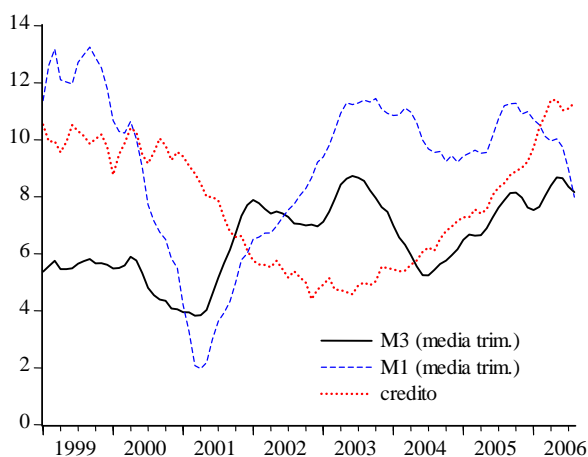


Fonte: BCE; periodo 3 ott. 2005 - 25 ottobre 2006

### 3. Gli aggregati monetari e creditizi nella zona-Euro e in Italia.

Ad agosto 2006 la crescita la moneta e del credito nella zona-Euro era ancora a livelli molto elevati - anche se la dinamica dell'aggregato monetario più ristretto, M1, appare in chiara decelerazione dalla fine del 2005 (FIG. 1.12).

**FIG. 1.12: Crescita annua degli aggregati monetari e del credito nella zona-Euro**



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

L'aumento dei tassi a breve non ha quindi portato a un rallentamento dell'aggregato più ampio



(M3), ma solo della sua componente più liquida e meno remunerata. E' avvenuto, infatti, che l'aumento dei tassi a breve di questi ultimi mesi è stato accompagnato da una significativa flessione del differenziale fra tassi a breve e a lunga. La componente meno liquida di M3 è diventata così più remunerativa, sia rispetto alla M1, sia rispetto ai titoli. Ne è derivata una ricomposizione all'interno di M3, senza alcun passaggio dalla moneta alle altre attività finanziarie. La crescita della moneta nel suo complesso si mantiene così a livelli particolarmente elevati, creando qualche allarme per le eventuali pressioni inflazionistiche di lungo periodo che possono generare. In effetti, questo forte aumento della liquidità si manifesta in una situazione di liquidità già ampia, creando un potenziale di spesa che potrebbe concretizzarsi al procedere dell'attuale fase di situazione economica favorevole.

Anche il credito è in forte crescita nella zona-Euro, sia per la componente famiglie (9,2% ad agosto), sia per la componente imprese (12%). Rispetto al secondo trimestre di quest'anno, comunque, la crescita delle erogazioni alle famiglie, la cui principale componente continua ad essere quella dei mutui per l'acquisto di abitazioni (11,3%), ha subito una piccola flessione (-0,6%). Il contrario è invece avvenuto per i finanziamenti alle imprese, la cui crescita è aumentata di un punto, grazie soprattutto all'incremento del credito a scadenza fino a cinque anni. Nello stesso periodo sono risultate in espansione in crescita anche le emissioni obbligazionarie da parte delle imprese non finanziarie (4,3% a luglio contro 3,5% nella media del secondo trimestre).

L'andamento degli aggregati in Italia è sostanzialmente analogo a quello della zona-Euro, e

risente dell'andamento dei tassi che stimola la domanda delle attività a maggior remunerazione.

In particolare, per quanto riguarda la raccolta bancaria (TAB. 1.3), anche nel nostro paese, si sta riducendo la crescita dei c/c, mentre stanno accelerando le altre forme di raccolta più remunerative (con l'eccezione dei depositi rimborsabili con preavviso). La forma di raccolta più dinamica è risultata comunque il pronti contro termine, la cui crescita è passata dal 4,8% di dicembre all'attuale 25,4%. Si mantiene comunque forte (oltre l'11%) anche l'espansione delle obbligazioni bancarie.

**TAB. 1.3: La raccolta delle banche italiane (tassi di variazione tendenziale)**

	Dic. 2005	Mar. 2006	Ago. 2006	quote % Ago.
Raccolta sull'interno (*)	7,8	8,6	8,4	100,00
Depositi	7,3	7,7	6,6	60,32
<i>di cui:</i>				
- <i>in conto corrente</i>	8,4	8,0	4,8	73,45
- <i>con durata prestabil.</i>	4,1	5,0	8,2	4,75
- <i>rimborsabili c/preav.</i>	2,5	0,3	-0,6	9,02
- <i>pronti c/termine</i>	4,8	15,4	24,5	12,78
Obbligazioni	8,8	10,1	11,5	39,68

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Tav.2.;  
(\* Includere le obbligazioni detenute dai non residenti)

Come nel resto d'Europa, il credito è in forte aumento anche nel nostro paese. La componente più dinamica riguarda ancora il medio-lungo termine, nonostante la buona crescita della componente a breve (quasi tre punti in più a luglio rispetto a dicembre (TAB. 1.4). Di contro, è in netta flessione la dinamica dei titoli in portafoglio delle aziende di credito; in particolare, la consistenza dei titoli di Stato si è ridotta negli ultimi 12 mesi. In flessione vi sono anche le sofferenze, sia nei confronti delle famiglie che delle le imprese.



**TAB. 1.4: Gli impieghi delle banche italiane (tassi di variazione tendenziale)**

	Dic. 2005	Mar. 2006	Lug 2006
Prestiti	8,8	9,1	10,1
<i>di cui:</i>			
- a breve	2,2	2,4	4,9
- a medio/lungo	13,8	13,2	13,3
Titoli	21,5	13,1	7,4
<i>di cui: titoli d Stato</i>	14,5	4,5	-0,6
Sofferenze	-16,4	-13,9	-15,6

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Tav.8.

Passando alla ripartizione tra famiglie e imprese, gli ultimi dati suggeriscono che comincia a manifestarsi qualche segno di un piccolo mutamento rispetto al recente passato (TAB 1.5).

**TAB. 1.5: Prestiti a famiglie e imprese (tassi di variazione tendenziale)**

	Dic. 2005	Ago. 2006
Famiglie	11,7	10,4
<i>di cui:</i>		
- scadenza fino a un anno	-1,4	-0,7
- scadenza oltre l'anno	13,8	12,0
- credito al consumo	16,3	14,6
- acquisto abitazioni	17,4	15,0
Società non finanziarie	5,0	8,4
<i>di cui:</i>		
- scadenza fino a un anno	0,9	6,5
- scadenza oltre l'anno	8,2	9,8

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino Statistico, Tav.5.

Anche se la crescita dei prestiti alle famiglie resta superiore a quella delle imprese, e, in particolare, appare elevata la dinamica del credito al consumo e dei prestiti per l'acquisto di abitazioni (+ 14,6 e 15% ad agosto), inizia a

manifestarsi qualche primo sintomo di un rallentamento.

La ripresa economica ha invece stimolato la domanda di credito da parte delle imprese, di cui sono in accelerazione sia la componente a breve (a scadenza inferiore all'anno), sia quella a medio lungo termine. A differenza di qualche mese fa, è però la componente a breve che sta maggiormente accelerando, pur se il suo ritmo di crescita è ancora inferiore a quella della componente a medio-lungo termine: la crescita del credito a scadenza inferiore all'anno è infatti passata dallo 0,9 di dicembre al 6,5 di agosto, ed è da ritenere che, come in altre analoghe fasi congiunturali, il fenomeno proseguirà nei prossimi mesi. Nel prossimo futuro, è lecito prevedere che il provvedimento sul TFR stimolerà ulteriormente la domanda di credito da parte delle imprese medio-grandi.

**I tassi bancari.** Nei mesi più recenti i tassi bancari sono aumentati in tutta la zona-Euro in seguito al loro progressivo adeguamento ai rialzi dei tassi di mercato. La stessa tendenza si è manifestata anche in Italia (TAB. 1.6). Per quanto riguarda la raccolta, l'aumento, modesto per i c/c, è stato invece particolarmente sensibile per i pronti contro termine (+88 punti base da dicembre ad agosto), la cui domanda è infatti molto aumentata negli ultimi mesi. I tassi attivi, con l'unica eccezione del credito al consumo a scadenza da 5 a 10 e dei prestiti a breve per l'acquisto di abitazioni, hanno subito un incremento non lontano da quello dei corrispondenti tassi di mercato. Questa tendenza all'aumento è comunque destinata a continuare almeno fin oltre la metà del prossimo anno. Questo fatto, sommandosi alla forte crescita degli impieghi, porterà a un ulteriore miglioramento del margine di interesse delle banche.

**TAB. 1.6: I tassi bancari in Italia**

Tassi (nuove operazioni)	Ago. 2006	variazioni da:	
		Set. 2005	Mar. 2006
Depositi c/c	0,98	0,26	0,12
Dep. famiglie con durata prestab.	1,96	0,44	0,27
Pronti c/ termine	2,84	0,88	0,46
Prestiti alle soc. non finanziarie:			
Fino a 1 mln di euro (totale)	4,71	0,83	0,43
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	<i>4,69</i>	<i>0,82</i>	<i>0,44</i>
<i>da 1 a 5 anni</i>	<i>5,36</i>	<i>0,96</i>	<i>0,46</i>
<i>Oltre 5 anni</i>	<i>5,43</i>	<i>0,88</i>	<i>0,41</i>
Oltre 1 mln di euro (totale)	4,05	0,90	0,57
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	<i>4,04</i>	<i>0,92</i>	<i>0,59</i>
<i>da 1 a 5 anni</i>	<i>4,13</i>	<i>0,75</i>	<i>0,23</i>
<i>oltre 5 anni</i>	<i>4,62</i>	<i>1,01</i>	<i>0,60</i>
Prestiti alle famiglie:			
Acquisto di abitazioni (totale)	4,57	0,98	0,53
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	<i>4,40</i>	<i>0,93</i>	<i>0,52</i>
<i>da 1 a 5 anni</i>	<i>3,97</i>	<i>0,51</i>	<i>0,38</i>
<i>da 5 a 10 anni</i>	<i>5,18</i>	<i>1,19</i>	<i>0,73</i>
<i>oltre 5 anni</i>	<i>5,54</i>	<i>0,93</i>	<i>0,59</i>
Cred. Al consumo (totale)	8,97	0,80	0,64
<i>Di cui: fino a 1 anno</i>	<i>11,88</i>	<i>1,90</i>	<i>1,48</i>
<i>da 1 a 5 anni</i>	<i>8,55</i>	<i>0,63</i>	<i>0,52</i>
<i>da 5 a 10 anni</i>	<i>7,52</i>	<i>0,20</i>	<i>-0,04</i>
TAEG: acquisto di abitazioni	4,77	1,00	0,50
credito al consumo	9,96	1,01	0,84

Fonte: Banca d'Italia, Supplemento al Bollettino

#### 4. L'attuale opinione della BCE sul rischio inflazionistico e le previsioni sui tassi

**I comunicati della BCE.** Nella conferenza stampa del 5 ottobre scorso, giorno in cui il Repo è stato portato dal 3 al 3,25%, la BCE (per bocca del suo Presidente) ha lasciato intendere che la serie di aumenti non si è ancora conclusa e che un nuovo aumento è vicino. In quella conferenza, Trichet ha

sostenuto ancora una volta che, nonostante l'ultimo aumento del tasso ufficiale, (1) il rischio inflazionistico rimane, (2) i tassi d'interesse sono ancora contenuti, (3) la crescita del credito della moneta è ancora elevata in una situazione già di ampia liquidità, (4) l'espansione economica appare più vigorosa del previsto.

La Banca Centrale Europea ha così sostenuto che in caso di conferma di questo scenario dovrà *ulteriormente* ridurre l'orientamento tuttora accomodante della politica monetaria. Il Consiglio Direttivo continuerà pertanto a *monitorare molto attentamente* tutti gli sviluppi di questo scenario. La stessa posizione è stata poi ribadita, quasi con le medesime parole, il 10 ottobre nella Testimonianza di Trichet al Comitato degli Affari Economici e Monetari dell'Europarlamento e nell'editoriale del Bollettino mensile. Secondo la Banca Centrale Europea, infatti, il recente raffreddamento dell'inflazione *corrente*, scesa sotto il 2% grazie alla caduta del prezzo del petrolio, non sarebbe sufficiente a decretare la fine del pericolo inflazionistico; anzi, essa ritiene che l'inflazione risalirà nel 2007, come peraltro risultava anche dalle sue "proiezioni" di settembre (TAB 1.7).

**TAB. 1.7: Proiezioni della BCE su inflazione e crescita del PIL**

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

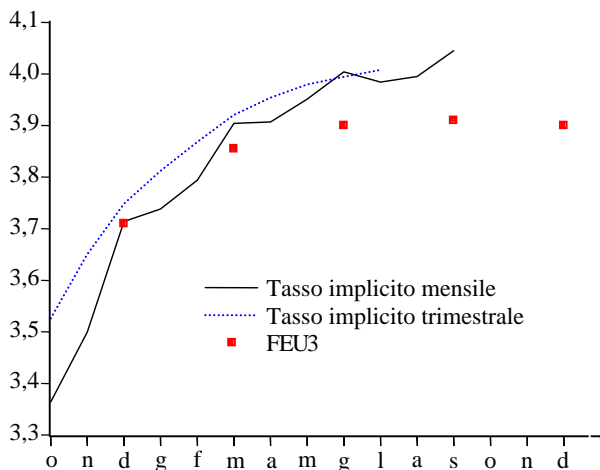
Fonte: BCE.

In queste condizioni, in mancanza di elementi sufficienti per decretare una significativa diminuzione del pericolo inflazionistico, la BCE

sembra decisa ad aumentare ancora il Repo. Inoltre, visto che le espressioni utilizzate da Trichet nella conferenza di ottobre sono state le stesse che negli ultimi mesi hanno segnalato un vicino (ma non immediato) aumento del tasso ufficiale, si può ritenere che il prossimo incremento di 25 punti base avverrà molto probabilmente a dicembre. La “conferma” di questa intenzione giungerà dalla Conferenza Stampa del 2 novembre. Se il presidente userà parole molto forti (in particolare l’ormai nota espressione “*strong vigilance* – forte vigilanza”) e ribadirà ai giornalisti la volontà antinflazionistica della Banca, questo aumento sarà praticamente certo.

**Le attuali aspettative del mercato e il parere degli esperti.** Un’indicazione sulle attuali aspettative del mercato emerge dalla FIG 1.13,

**FIG. 1.13: Aspettative del mercato per i prossimi mesi: tassi impliciti e FEU3**



Fonte: Finland Bank Eurex e nostre elaborazioni; dati al 23 ottobre 2006.

che riporta i valori, relativi al 23 ottobre 2006, dei tassi impliciti sull’Euribor e del rendimento del future FEU3. Nella linea del grafico del tasso implicito mensile emergono chiaramente

tre angolature, che corrispondono ai mesi in cui il mercato ritiene maggiormente possibile un aumento del Repo, e cioè dicembre 2006 e marzo e giugno 2007.

I corrispondenti valori dei tassi impliciti indicano, però, che la probabilità che il mercato associa all’evento è molto diversa. La probabilità che a dicembre il Repo cresca al 3,50% è molto elevata, mentre la probabilità che a marzo raggiunga il 3,75% sarebbe del 50% circa.

Questi risultati non si discostano molto da quelli ricavabili dalla rilevazione di fonte *bfinance and banks*. Degli undici istituti che lo scorso 1° ottobre avevano fornito le loro previsioni, il 100% prospettava un tasso ufficiale del 3,50% per dicembre 2006, mentre, per quanto riguardava marzo 2007, cinque istituti su undici (il 45%) prevedevano un valore del 3,75, mentre gli altri sei (il 55% del totale) una valore del 3,50%.

Per quanto riguarda l’andamento del 2007 nel suo complesso, invece, la previsione di consenso degli undici istituti dava un valore medio per l’Euribor a 3 mesi del 3,85%, 32 punti base in più dell’attuale. Anche questi valori sono coerenti con un tasso ufficiale di 25-50 punti base più alto di quello in essere a ottobre 2006. Ne consegue che nel corso 2007, l’aumento medio dei tassi a breve dovrebbe essere relativamente contenuto e concentrato soprattutto nella prima parte dell’anno, con qualche possibile cedimento nella seconda metà del 2007: ciò è anche peraltro confermato dal profilo del future sull’Euribor a 3 mesi.

**Le previsioni sul futuro andamento del Repo.**

L’analisi dei principali indicatori economici, e in particolare la loro evoluzione degli ultimi mesi (TAB. 1.8) suggerisce uno scenario sostanzialmente coerente con quanto emerge



dall'analisi delle opinioni del mercato e degli esperti.

**TAB. 1.8: I principali indicatori economici**

Indicatori	2005		2006	
	ott.	mar.	giu.	ott.
Repo	2,00	2,25	2,75	3,25
Inflazione	2,20	2,30	2,50	1,80
Repo – inflazione (tasso reale)	-0,20	-0,05	0,25	2,05
Δ% prezzi industr. alla produz	4,1	4,7	5,4	5,7
Δ% prezzi beni industr. (non energetici)	0,0	0,2	0,6	0,5
cambio \$/€	1,20	1,20	,29	1,27
(crescita %)	-3,0	-9,3	-1,30	5,13
Prezzo petrolio (in euro)	52,2	51,8	55,7	50,3
(crescita %)	49,1	46,7	41,4	-3,3
Δ% prod. industriale destag. (trim.)	0,37	1,30	3,17	4,27
Δ% prod.manifatturiera (trim.)	0,03	2,10	3,37	4,67
Δ% PIL	1,1	1,7	1,8	2,6
Indice clima economico	100,1	104,1	108,2	111,0
Eurocoin	0,49	0,58	0,59	0,67
Eurogrowth	1,64	2,26	2,84	3,00
Δ% M3 (trim.)	7,9	7,5	8,4	8,2
Δ% M1 (trim.)	11,2	10,7	8,4	7,2
Δ% Credito	8,5	9,7	11,4	11,3

Fonte: BCE, 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.

Il prezzo del petrolio e i prezzi al consumo risultano in calo, così che i tassi a breve sono diventati ora positivi in termini reali, mentre nel contempo, l'euro si è rafforzato nei confronti del dollaro; resta però ancora discreta la dinamica dei prezzi industriali alla produzione e anche la dinamica dei prezzi dei

beni industriali, seppur più modesta, è aumentata rispetto al primo trimestre dell'anno.

Tutti gli indicatori di crescita economica sono positivi e in aumento, e questo vale sia per la produzione industriale e per il PIL, sia per gli indici anticipatori (clima economico, Eurocoin ed Eurogrowth). Confrontando i dati relativi ai diversi mesi considerati si nota però che l'aumento degli indicatori di crescita è stato più forte nella prima parte dell'anno: attualmente l'economia della zona-Euro continua sì a migliorare, ma a un ritmo lievemente più modesto di prima.

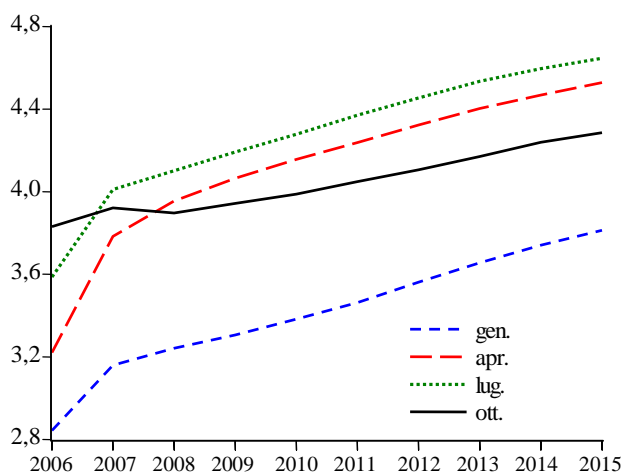
Il credito e la M3 continuano a crescere a un ritmo molto forte, ma la componente più liquida della moneta, la M1, sta decelerando in seguito all'aumento dei tassi.

Nel complesso, quindi, dall'analisi del valore degli indicatori e della loro evoluzione emerge uno scenario di ripresa e di tensioni inflazionistiche che, però appaiono in progressivo ridimensionamento.

Anche una nostra analisi econometrica che stima il futuro andamento del Repo in base ad alcuni degli indicatori della TAB. 1.8 suggerirebbe che le spinte all'aumento del tasso ufficiale dovrebbero esaurirsi entro la prima metà del 2007. La stima confermerebbe un valore del Repo di 3,50 punti base entro gennaio e, al più, di 3,75 punti come massimo assoluto, che verrebbe raggiunto nella primavera del prossimo anno. Tenendo conto dei commenti della BCE, delle aspettative del mercato e delle opinioni degli operatori, ne deriva uno scenario di ulteriori aumenti dei tassi a breve nella prima parte del 2007, con un aumento del Repo di 25 punti base a dicembre e di altri 25 punti base a marzo. Dopo quest'ultimo intervento il tasso ufficiale dovrebbe stabilizzarsi. Per una previsione più precisa occorrerà comunque attendere la prossima riunione del Consiglio Direttivo.

**I tassi a lunga.** Alcune informazioni sulle aspettative a media-lunga scadenza sono deducibili dalla FIG. 1.14 che riporta l'evoluzione dei tassi impliciti dell'Eurirs.

**FIG. 1.14: L'evoluzione delle aspettative a medio lungo termine (tassi impliciti dell'Eurirs)**



Fonte: Reuters e nostre elaborazioni; dati del 23 ottobre 2006.

Emerge chiaramente che la curva dei tassi impliciti si è appiattita nell'ultimo periodo e che, ad ottobre, i valori relativi agli anni dal 2008 in avanti risultano più bassi che in precedenza. Questo confermerebbe che l'attuale fase di aumento dei tassi starebbe per esaurirsi. Suggestirebbe pure che, data la bassa posizione della curva ad ottobre, un suo spostamento verso l'alto sarebbe possibile, con un marginale aumento dei tassi a lunga. Come sempre, però, molto dipenderà dai movimenti dagli analoghi rendimenti americani – rispetto alle cui variazioni i tassi europei continuano a mostrare un elevato grado di correlazione.



## APPENDICE

### Il mercato dei mutui immobiliari negli Stati Uniti

Nel corso del capitolo si è discusso di come la recente, consistente diminuzione dei prezzi degli immobili negli USA potrebbe (nell'opinione di alcuni commentatori) influenzare negativamente l'attività di consumo spingendo l'economia statunitense verso una fase recessiva. Per simmetria con quanto accaduto nel corso degli ultimi anni precedenti il 2006 – quando l'incremento del numero delle unità immobiliari vendute e del loro valore aveva creato ricchezza aggiuntiva e aveva consentito di monetizzare il corrispondente incremento di ricchezza attraverso il cosiddetto “rifinanziamento dei mutui” – l'attuale fase di discesa delle quotazioni immobiliari avrebbe infatti evidenziato la possibilità di generare dei consistenti “effetti ricchezza” negativi.

Alla notevole attenzione dedicata alla valutazione delle implicazioni macroeconomiche dell'evoluzione del mercato immobiliare, non è corrisposta altrettanta attenzione dedicata al funzionamento del mercato dei mutui immobiliari. Tuttavia, senza un adeguato sviluppo di questi mercati difficilmente sarebbe stato possibile favorire la realizzazione di operazioni (quali ad esempio l'*Home Equity Withdrawal*) che hanno giocato – nell'opinione di diversi analisti – un ruolo importante nello sviluppo della correlazione positiva tra consumi e andamento del mercato immobiliare.

Scopo dell'appendice è quello di gettare luce sulle caratteristiche di questo mercato al fine di comprenderne meglio l'operatività, i soggetti coinvolti e gli strumenti utilizzati.

- I “*mortgage backed securities*” (MBS). Il forte sviluppo dei mutui - favorito da tassi di mercato ai minimi storici - aveva posto le condizioni per l'espansione dei *mortgage backed securities* (MBS), ovvero dei titoli obbligazionari garantiti da ipoteca. Un *mortgage* è un prestito garantito da un'ipoteca immobiliare che dà diritto al creditore - in caso di insolvenza - di rivalersi sulla proprietà per garantirsi il rimborso totale del capitale anticipato.

È inoltre possibile per il creditore richiedere al debitore un'assicurazione sul mutuo emesso, finalizzata a garantire il pagamento dell'obbligazione. A tal fine, negli USA è possibile affidarsi a tre agenzie di assicurazione governative: la *Federal Housing Administration* (FHA), il *Veteran's Administration* (VA) e, il *Rural Housing Service* (RHS). Esistono tuttavia anche agenzie di assicurazione private che forniscono servizi analoghi. Il premio di tali polizze viene distribuito in quote sulle singole rate del finanziamento.

**Le principali categorie degli MBS.** I *Mortgage Backed Securities* (MBS), si possono suddividere in tre categorie principali: (a) *mortgage passthrough securities*, (b) *collateralized mortgage obligation*; (c) *stripped mortgage-backed securities*. Gli ultimi due, sono titoli derivati da MBS.

Questo particolare mercato obbligazionario, ha come attori protagonisti gli investitori istituzionali, *mortgage originators* (fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi di investimento, banche commerciali), creditori originali che normalmente possono mantenere i mutui in portafoglio (oppure venderli ad un investitore che desidera tenere i mutui o inserirli in un pool di mutui a garanzia di un'emissione di *bond*). Intervengono inoltre i *servicers*, la cui presenza consente agli acquirenti di immobili l'accesso a finanziamenti con tassi inferiori

rispetto a quelli medi di mercato e permette agli istituti di credito di finanziare i prestiti tramite titoli appositamente emessi, aumentando così la leva finanziaria.

I mutui sono acquistati da due agenzie federali - *Federal National Mortgage Association* e *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (più comunemente conosciute come *Fannie Mae* e *Freddie Mac*) – e da alcune società private. Si tratta di organismi che assicurano liquidità al mercato e riducono il rischio dei titoli emessi tramite apposite coperture assicurative (Federal Housing Administration) o attraverso garanzie (Department of Veteran Affairs). Tale sistema di operatori ha permesso lo sviluppo del mercato, diminuendo il rischio sia per i sottoscrittori dei mutui sia per gli acquirenti dei titoli.

***Il meccanismo di emissione di titoli.*** Il mercato dei *mortgage backed securities* negli Stati Uniti si è sviluppato nel corso degli anni grazie all'intervento dei citati operatori istituzionali e ad appositi piani nazionali di sviluppo del settore immobiliare.

Il meccanismo che porta all'emissione dei titoli obbligazionari derivanti dai mutui ipotecari è piuttosto articolato e prevede: (a) accensione del mutuo per acquistare un immobile; (b) raccolta, selezione e raggruppamento in un fondo (pool) presso un'istituzione finanziaria di mutui ipotecari residenziali con caratteristiche simili fra loro (tipicamente con scadenza trentennale e a tasso fisso); (c) cartolarizzazione in un titolo obbligazionario garantito dalle agenzie federali statunitensi (*Fannie Mae*, *Freddie Mac* e *Ginnie Mae*) di gruppi omogenei di mutui; (d) acquisto di quote del pool da parte degli investitori.

***Caratteristiche di un Pass Through Security.***

Lo strumento finanziario così costruito è un *Pass Through Security*. Occorre però sottolineare che non tutte le ipoteche incluse in

un gruppo ed assicurate hanno lo stesso tasso e la stessa scadenza. Conseguentemente, quando viene descritto un *Pass Through Security*, vengono calcolati una media ponderata sia del saggio d'interesse (*weighted average coupon-rate*) sia della scadenza (*weighted average maturity*).

Il primo valore è determinato attraverso una ponderazione del tasso d'interesse di ogni mutuo all'interno del gruppo, tramite la percentuale della singola ipoteca rispetto al totale del gruppo. In modo analogo, la media ponderata della scadenza (WAM), viene calcolata attraverso la ponderazione del rimanente numero di mesi necessari per il raggiungimento della maturità per ogni prestito di ipoteca attraverso il numero totale di mutui in sospeso.

Un *Pass Through Security* è pertanto un *MBS* che trasferisce tutti i *cash flow* relativi agli interessi ed al capitale di un insieme di mutui (al netto di commissioni di servizio e garanzia). Attraverso la combinazione del prestito in *pool*, le agenzie governative sono in grado di trasmettere i pagamenti dei mutui ai detentori del certificato (o investitori). Questo passaggio rende il mercato secondario dei mutui più attraente tanto per gli investitori quanto per i prenditori di fondi. I finanziatori dispongono ora di uno strumento liquido ed i finanziati hanno l'opzione di muoversi in funzione dei tassi di interesse associati ai mutui nel loro bilancio. Si tratta della struttura base dei titoli assistiti da garanzia ipotecaria e ne rappresentano la forma più comune.

Una delle finalità dell'operazione consiste nella possibilità di trasferire il rischio di credito attraverso i titoli. Questi ultimi pagano mensilmente una cedola - composta da una quota di rimborso capitale e da una quota di interessi sul saldo capitale - che dipende dai *cash flow* dei mutui ipotecari sottostanti. Questo



tipo di titoli espone però un investitore al rischio totale di prepagamento associato al *pool* dei mutui sottostanti. Infatti, una delle principali caratteristiche delle *Pass Through Securities* è l'incertezza della loro vita media che scaturisce dalla possibilità concessa ai mutuatari di rimborsare anticipatamente i mutui sottostanti, modificando quindi il profilo di rimborso dei titoli.

In assenza di rimborso anticipato, infatti, i flussi di cassa delle *Pass Through Securities* sarebbero costanti ogni mese e corrisponderebbero al rimborso da parte dei mutuatari di una quota crescente di capitale ed di una quota decrescente di interessi secondo lo schema classico dell'ammortamento francese. Tale struttura permetterebbe di conoscere sin dall'inizio tutte le principali caratteristiche dei titoli emessi a fronte del portafoglio dei mutui, cioè la loro scadenza finale e la vita media.

Nella realtà, però, la facoltà di rimborsare anticipatamente i mutui aumenta considerevolmente il grado di incertezza per gli investitori. Al riguardo, nel caso di rimborso anticipato, non è possibile determinare a priori la scadenza dei titoli e di conseguenza valutarne l'effettivo rendimento rispetto agli altri titoli presenti sul mercato. L'elemento determinante del pagamento anticipato è l'assenza di indicizzazione, e ciò comporta che il mutuatario abbia convenienza a sfruttare eventuali discese dei tassi. Abituamente, infatti, una discesa dei tassi d'interesse induce i mutuatari a rinegoziare il mutuo con la loro banca o ad estinguerlo e sostituirlo con uno nuovo concluso a condizioni di mercato divenute nel frattempo più vantaggiose. Il detentore di *bond* è di conseguenza costretto a reinvestire in impieghi a minor tasso di rendimento la quota parte del titolo rimborsato (rischio di reinvestimento).

***I rischi per gli investitori in MBS.*** In dettaglio, un investitore in MBS è soggetto ai seguenti rischi: (1) default, (2) liquidità, (3) tasso e (4) pagamento anticipato.

***Rischio di default.*** Il rischio di credito sintetizza la possibilità che il debitore possa venir meno agli obblighi assunti. Per le agenzie assicurative governative FHA, VA e RHS, le quali assicurano le ipoteche, il rischio è minimo. Per le ipoteche private assicurate, il rischio può essere misurato dal rating di credito di cui godono le compagnie assicurative private, mentre per le ipoteche convenzionali non assicurate il rischio di credito è legato alla solvibilità del debitore.

Negli ultimi anni il mercato di titoli emessi sotto copertura di mutui non conformi – vale a dire non coperti dalla garanzia di un'agenzia governativa – è cresciuto in modo preoccupante. Una misura del rischio di credito è il *loan to value* (LTV): più è alto il rapporto tra il valore del prestito e il valore di mercato dell'immobile, più alta è la probabilità di default. Sfortunatamente, basandosi sul *loan to value* vengono sottostimati i livelli di insolvenza a causa di un'erronea valorizzazione della casa, conseguente al declino del suo valore o della richiesta da parte del proprietario di un'ipoteca di secondo grado sullo stesso immobile.

Uno studio effettuato da Bents, Ramsey e Fabozzi esamina non solo i *loan to value* e la loro incidenza sulle rate non pagate ma, anche i *current LTV*. Quest'ultimi, considerano il valore del prestito al prezzo stimato del mercato corrente. Da tali studi, che hanno analizzato i fallimenti includendo le seconde ipoteche sullo stesso immobile, è emerso che i debitori con seconde ipoteche, i quali nascondono le prime, spesso diventano insolventi.

Studi empirici, suggeriscono che le rate non pagate (*default rate*) tendono a diminuire non



appena i prestiti di ipoteca diventano costanti nel tempo. Poiché un debitore conosce dopo breve tempo dall'essersi insediato in casa se riesce o meno a ripagare il debito, la probabilità di insolvenza è superiore nei primi anni; inoltre più tempo un mutuatario resta nell'abitazione, più basso è l'*LTV ratio* e quindi l'incentivo a non pagare diminuisce.

Per assegnare il rating alle MBS viene utilizzata una metodologia proposta dalla società DCR che consiste nell'ipotizzare uno scenario pessimistico di base prendendo in considerazione una probabilità di inadempienza e l'ammontare della perdita sul valore totale del prestito. Il prodotto di questi due indicatori rappresenta la perdita attesa totale del portafoglio. A questo punto si definisce l'ammontare di debito che può essere emesso, sulla base del portafoglio sottostante, con differenti livelli di rating. Per assegnare un rating AAA, DCR considera che un'ampia percentuale di mutui sia inadempiente. Ciò implica una elevata perdita attesa e quindi un minore ammontare di obbligazioni che possono essere emesse. DCR valuta la qualità del portafoglio dei crediti per assegnare il rating all'obbligazione.

*Rischio di liquidità.* Nonostante gli elevati volumi scambiati sul mercato secondario degli MBS, esiste un non trascurabile rischio liquidità legato allo spread tra denaro e lettera rispetto agli altri strumenti di debito tradizionali.

*Rischio di tasso.* È legato alla *duration* del titolo, il suo prezzo si muove in direzione opposta al tasso di interesse di mercato. L'operatore che investe in un titolo ipotecario è inoltre esposto ad una convessità negativa, quando il tasso d'interesse va al di sotto del tasso di finanziamento del mutuo.

*Rischio di pagamento anticipato.* Quest'ultimo è paragonabile al rischio di un titolo *callable*. In entrambi i casi, il potenziale guadagno dei *bonds* è limitato, in quanto il prenditore di fondi può operativamente esercitare la *call* (rifinanziamento) sull'obbligazione quando il tasso di interesse scende. Infatti, gli investitori in MBS pass-through hanno acquistato una quota di un portafoglio di prestiti con implicita opzione *call* a favore di chi prende a prestito. Quando i mutuatari rifinanziano il loro mutuo, esercitano la loro opzione di comprare il loro finanziamento alla pari e accendono un nuovo prestito con all'interno un'altra opzione di pagamento anticipato.

Il proprietario di una casa ha l'opzione di pagare il debito anticipatamente tutto o in parte. Di norma non sono previste penalità per il rimborso anticipato del mutuo. Quindi, il prestito può essere ripagato in qualsiasi momento.

*Le agenzie federali.* Dalla lettura dello schema sopra riportato emerge il rilievo delle agenzie federali. Esse sono state istituite con il *National Housing Act* del 1934, per volere del Congresso U.S.A. al fine di aumentare la liquidità del mercato dei mutui residenziali e ridurre i costi del capitale per alcuni settori importanti dell'economia. Le agencies sono anche definite *Gouvernement sponsored enterprises* (GSEs) e pongono la propria attenzione in particolar modo nei confronti dei proprietari di case, studenti ed agricoltori. Attualmente, sono presenti sul mercato sei GSEs: la *Federal Farm Credit System*, la *Federal Home Loan Bank System*, la *Federal National Mortgage Association* (*Fannie Mae*), la *Federal Home Loan Bank Corporation* (*Freddie Mac*), la *Student Loan Marketing Association* (*Sallie Mae*) e la *Gouvernement National Mortgage Association* (*Ginnie Mae*). La prima *agency* è responsabile per il mercato



dei crediti nel settore dell'agricoltura. La *Federal Home Loan Bank System*, *Freddie Mac*, *Fannie Mae* e *Ginnie Mae* sono responsabili per il credito del settore immobiliare. Infine, *Sallie Mae*, si occupa del supporto per iniziative riguardanti l'educazione. In particolar modo, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* furono costituite rispettivamente nel 1938 e nel 1970 come istituzioni pubbliche e, successivamente trasformate in società a capitale privato. In particolare, *Fannie Mae* nel 1968, fu scissa in due, *Fannie Mae* e *Ginnie Mae*. In tal modo, *Fannie Mae* e *Freddie Mac* sono comunemente chiamate GSEs mentre, *Ginnie Mae* è un'istituzione del governo e di conseguenza questo status garantisce una completa copertura federale e, come i *Treasuries*, sono considerati privi di rischio di credito.

Tale sistema di operatori ha permesso lo sviluppo del mercato, diminuendo il rischio sia per i sottoscrittori dei mutui sia per gli acquirenti dei titoli. Le Gse aumentano la liquidità autorizzando prenditori e *originator* a vendere i loro prestito e mutuo e usare il ricavato per costituire nuovi prestiti (mutui).

La forte espansione dei mutui ipotecari nei portafogli delle GSE sembra aver svolto un ruolo importante nell'assorbire la crescita dei nuovi prestiti e di quelli rinegoziati. In passato le GSE sostanzialmente trasferivano ad altri investitori, mediante operazioni di cartolarizzazione, i mutui erogati dalle banche. Dal 1998 le GSE sono divenute anche le maggiori detentrici di tali titoli di debito.

Nella maggior parte delle cartolarizzazioni - nel cui ambito rientrano i MBS - è decisivo che il trasferimento degli *assets* dal *originator* (cedente) al veicolo, *Special Purpose Vehicle* (SPV), sia legalmente visto come vendita (*true sale*). L'emissione e il collocamento dei titoli avvengono secondo le procedure tradizionali,

che prevedono l'intervento di una banca di investimento e di un'agenzia di rating, dalla cui valutazione emergeranno i rendimenti dei titoli emessi.

Il ricavato rimesso all'*originator* corrisponde al prezzo di acquisto degli assets ceduti. Il fatto che i titoli siano regolamentati da una *true sale*, libera l'emittente del mutuo dal rischio dell'investimento che viene trasferito alla società finanziaria che origina il titolo obbligazionario. In caso di controversie, l'investitore non potrà più rivalersi sull'*originator* ma dovrà rivolgersi al SPV che è il legale detentore dei *cash flows* generati dall'operazione.

Le agenzie forniscono garanzie agli investitori, nel senso che assicurano che sia l'interesse che il capitale siano pagati alla scadenza fissata, anche se i mutuatari non sono puntuali con le scadenze mensili; inoltre assicurano contro casi di insolvenza.

Vengono, così, creati dei fondi per consentire a certi segmenti della popolazione che non sono in grado di acquistare una casa di prendere un prestito. Garantiscono inoltre prestiti ad un tasso più basso del tasso di mercato, al fine di incoraggiare la costruzione di abitazioni.

I flussi di cassa sono trasferiti agli investitori con un periodo di dilazione, per consentire lo svolgimento dei pagamenti ipotecari. In particolare per i pool di *Ginnie Mae* la dilazione è di 45 giorni, così come per *Freddie Mac* *Gold*s, mentre per i pool di *Fannie Mae* la dilazione è di 55 giorni.

L'*Office of Federal Housing Oversight* (OFHEO) è l'organo preposto al vigilare sull'adeguatezza patrimoniale e sulla situazione finanziaria delle GSE. L'OFHEO sottopone periodicamente, su base trimestrale, le GSE a *stress test* per verificare se le stesse sono in grado di affrontare condizioni avverse di

mercato, sia sotto il profilo tassi di interesse, sia dei prezzi delle abitazioni.

**TAB. A.1: Struttura di un MBS**

Agency MBS			Private Label MBS
<i>Ginnie Mae</i>	<i>Fannie Mae</i>	<i>Freddie Mae</i>	
Mutui garantiti da FHA&VA	Mutui garantiti da assicurazioni private		
<i>Generally low balance mortgages</i>	Mutui conformi <i>to balance limits and underwriting rules</i>	Mutui non conformi <i>conform to balance limits and/or Underwriting rules</i>	
Esplicita garanzia governativa	Esplicita garanzia Governativa	<i>Credit enhancement: subordination, over collateralization</i>	
Ammontare emesso* (2004, miliardi)			
\$ 126,5	\$ 527,1	\$ 365,1	\$ 864,2
Ammontare emesso* (2005, miliardi)			
\$ 72,8	\$ 110	\$ 85,9	\$ 34,8

Fonte: *Fannie Mae*.

In linea con quanto precedentemente accennato, i soggetti economici che negli Stati Uniti generano prestiti ipotecari si possono suddividere in 5 categorie: le Banche, quegli istituti di risparmio regolati dal *Office of Thrift Supervision* (OTS), gli istituti regolati dalla *Federal Deposit Insurance Corporation*, casse di risparmio e altre finanziarie specializzate. Le prime quattro di queste possono essere raggruppate come istituti di deposito.

Ci sono altre società che non emettono mutui, ma che li gestiscono: le GSE, *Ginnie Mae*, emittenti di MBS e altri tipi di creditori ipotecari. La massa di finanziamenti ipotecari che fanno loro capo ammontava alla fine del 2005 a 5.365 mld. Di questi, 1939 fanno capo a *Fannie Mae*, 1330 a *Freddie Mac* e 405 a *Ginnie*. La loro attività principale è quella di emettere titoli obbligazionari che hanno come sottostante i mutui ipotecati (MBS) allo scopo di trasferire liquidità dai risparmiatori a quelle banche e società dedite all'emissione di mutui. Alla fine del 2005 il totale delle obbligazioni in circolazione facenti capo alle tre società *leader*

era di circa 3.676 miliardi di dollari e nell'arco dello stesso anno le loro nuove emissioni ammontavano a 966 miliardi. Altre emissioni, per circa 1.190 miliardi, provengono dalle altre società.



## 2. IL MERCATO IMMOBILIARE NELL'EURO-ZONA

### Introduzione

L'andamento dei prezzi degli immobili e del credito alle famiglie per il finanziamento dell'acquisto di abitazioni ha attirato negli ultimi tempi l'attenzione delle Banche Centrali. Da alcuni anni tali grandezze sono infatti oggetto di attenzione crescente da parte della Fed. Negli ultimi mesi anche la BCE ha espresso interesse per l'andamento del mercato immobiliare: non solo perché i mutui alle famiglie sono attualmente una delle componenti più dinamiche del credito bancario, ma anche perché la continua crescita dei prezzi degli immobili (particolarmente intensa in alcune regioni dell'Euro-zona) ha sollevato timori legati all'esistenza di una bolla speculativa. Un suo eventuale scoppio potrebbe infatti determinare ricadute negative sull'economia dell'area dell'Euro, analogamente a quanto pare possa accadere all'interno degli USA.

In questo capitolo, dopo una breve presentazione delle teorie riguardanti le bolle speculative, viene analizzato il caso europeo e vengono presentate alcune brevi prospettive riguardanti l'Italia. In seguito, viene proposta un'analisi delle condizioni del mercato americano, completata da un esame del mercato dei mutui. La conclusione finale cui si perviene sottolinea l'esistenza di una asimmetria di fondo: mentre per l'Euro-zona non si rilevano particolari problemi legati all'evoluzione del mercato immobiliare, il caso americano va attentamente monitorato in quanto potenzialmente capace di produrre delle conseguenze negative degne di nota, per l'intero sistema economico USA.

### La teoria: i fondamenti

Con l'espressione "bolla speculativa" si intende generalmente una continua crescita del prezzo di un'attività, sostenuta dalla convinzione che il prezzo stesso – benché già elevato rispetto al suo valore compatibile con le sottostanti fondamentali – continuerà a crescere. Dal momento che lungo un sentiero di bolla speculativa la crescita dei prezzi avviene in ragione di tassi di variazione crescenti nel tempo, diventa possibile raggiungere (anche in tempi relativamente brevi) un livello dei prezzi decisamente più elevato di quello compatibile con le fondamentali. A quel punto si può venire a determinare un'inversione di tendenza nelle aspettative tale da generare una (talvolta improvvisa) contrazione della domanda, che a sua volta provoca un *distress selling* associato a cospicue cadute dei prezzi.

Secondo la visione di consenso, la formazione di una bolla speculativa è fonte di costi per l'economia sia durante la sua fase di sviluppo che in occasione del suo scoppio. Durante la fase espansiva della bolla, il prezzo di mercato – troppo elevato rispetto al valore corretto (o di equilibrio) descritto dalle sottostanti fondamentali – distorce i comportamenti delle famiglie, delle imprese e delle banche. Le prime investono una quota eccessivamente ridotta in altre attività (finanziarie e reali). Le famiglie che – pur acquistando la casa con l'intenzione di abitarvi – pagano un prezzo superiore al valore corretto dell'immobile, limitano la loro capacità (presente e futura) di acquisto di altri beni. Le imprese invece destinano troppe risorse alla produzione di nuove abitazioni, provocando un eccessivo assorbimento di risorse – anche creditizie – a discapito degli altri settori. Le banche, infine, in conseguenza dell'aumento del

valore degli immobili e dell'elevata domanda di mutui, tendono a erogare un'eccessiva quantità di prestiti – coperti da garanzie sopravvalutate rispetto al loro vero valore – alle famiglie.

Dopo lo scoppio della bolla, la repentina riduzione dei prezzi può mettere in difficoltà quegli agenti che – dopo aver sperato di lucrare dei guadagni in conto capitale derivanti dall'incremento del valore dell'immobile – si trovano nella condizione di dover sostenere un elevato servizio per un debito contratto per acquisire un bene, la cui vendita genererebbe forti perdite in conto capitale. Qualora queste difficoltà conducessero ad una situazione di insolvenza, le banche vedrebbero ridursi i loro flussi di rimborsi proprio quando il valore delle case è sceso a un livello che non permette loro di riappropriarsi interamente del capitale erogato. Quando il fenomeno è molto diffuso – come nel caso dello scoppio della bolla immobiliare in Giappone all'inizio degli anni '90 – gli effetti possono essere duraturi e deleteri per l'intero sistema economico. La diminuzione dei consumi si unisce alle difficoltà nell'erogazione di nuovi crediti (per via del mancato rimborso di quelli vecchi): l'economia può rimanere in una fase depressiva che può durare anche molto a lungo.

Da questo rapido *excursus* riguardante le caratteristiche del processo sottostante la creazione e lo sviluppo di una bolla speculativa, dovrebbe essere chiaro che per verificarne l'esistenza sarebbe necessario confrontare i prezzi correnti (di mercato) con un quelli stimati riguardanti il (presunto) valore di equilibrio compatibile con le fondamentali. Qualora la differenza fosse modesta, la discrepanza fra i due valori può essere imputata all'incertezza della stima. Quando però la discrepanza è abnorme, il “pericolo” di trovarsi in presenza di una bolla diventa concreto.

Un punto essenziale diventa quindi quello di individuare le variabili che spiegano il valore “fondamentale”, cioè il “vero” (o corretto) valore di equilibrio dell'attività stessa. L'operazione è evidentemente tutt'altro che semplice, anche perché lo stesso valore fondamentale potrebbe conoscere delle modificazioni anche sostanziali in periodi di tempo relativamente brevi. Nel caso degli immobili, e in particolare delle abitazioni, vanno inoltre tenuti presenti alcuni ulteriori elementi caratteristici di questo mercato:

1. Il mercato non è di tipo standardizzato. I vari immobili non sono omogenei fra loro, differendo per qualità, età, ubicazione, uso. Parlare di “prezzo” degli immobili come se fosse un valore ben preciso e univocamente determinato è quindi arbitrario.
2. Il mercato non è “centralizzato”: a differenza del mercato dei titoli i prezzi sono poco trasparenti e, specialmente nel breve periodo, il prezzo non garantisce necessariamente l'equilibrio fra domanda e offerta.
3. La natura delle abitazioni è duplice. Da un lato esse appartengono alla categoria dei beni di consumo durevoli, dall'altro sono beni d'investimento. E' diversa la posizione di chi acquista una casa per abitarvi rispetto a chi l'acquista come investimento della propria ricchezza, per ricavarne un reddito o per trarne dei guadagni in conto capitale. Il prezzo di equilibrio è quindi diverso a seconda di quale sia l'atteggiamento prevalente tra gli acquirenti /detentori. In particolare, le bolle speculative sono normalmente legate alla concezione secondo cui gli immobili sono intesi come forma d'investimento della ricchezza.

Per ammissione della stessa BCE, a tutt'oggi i dati a disposizione per il settore immobiliare non

sono di buona qualità. Ne consegue che provvedere ad una stima “sostanziosa” del fondamentale costituisce operazione quasi velleitaria. Di conseguenza può essere meno complesso e più utile ricavare dalla teoria quali possano essere i principali legami tra il settore immobiliare e le altre variabili, verificandone successivamente la loro valenza empirica.

### **La teoria: un passo in più**

Come appena ricordato e come sostenuto dalla stessa BCE nel suo Bollettino del febbraio di quest’anno, le variabili che influenzano il prezzo di equilibrio degli immobili sono diverse, a seconda che questi ultimi siano posseduti in qualità di beni durevoli o di beni di investimento.

Assimilando l’acquisto di un immobile all’acquisto di un bene durevole occorre innanzitutto distinguere tra breve e lungo periodo. Mentre nel breve periodo l’offerta di abitazioni è anelastica (la produzione di nuovi immobili è solo una quota trascurabile dello stock esistente), nel lungo periodo l’offerta è in grado di adeguarsi ai prezzi mediante la produzione di nuove abitazioni<sup>1</sup>. In estrema sintesi, indicando tra parentesi il segno positivo (+) o negativo (-) che sussiste tra ciascuna delle variabili considerate e la domanda di immobili (intesa come domanda di un “bene durevole”), è possibile affermare che valgano le seguenti relazioni:

- prezzo di mercato degli immobili (-): più il prezzo è elevato e meno il bene è conveniente;

- reddito delle famiglie (+): più alto è il reddito e maggiore è la capacità delle famiglie di far fronte alla rata dell’eventuale mutuo e all’acquisto del bene;
- costo (-) e la disponibilità dei finanziamenti ipotecari (+). Il costo corrisponde al tasso d’interesse sui mutui, al netto dell’eventuale quota fiscalmente detraibile, mentre la disponibilità dipende dall’effettiva possibilità di accedere al credito, spesso legata al prezzo dell’immobile (garanzia), al reddito e alla possibilità di poter scegliere mutui di lunga durata (che consentono di abbattere l’importo della rata);
- costo (+) e la reperibilità (-) di case in affitto: più basso è il canone di locazione e più facile è il processo di ricerca di un’abitazione in affitto, tanto minori sono gli incentivi ad acquistare un’abitazione;
- ammontare della popolazione (+): quanto maggiore è la popolazione tanto maggiore è la necessità di abitazioni.

Quando invece si assimila l’acquisto di immobili ad una attività di investimento della ricchezza, la logica da usare è simile a quella impiegata per descrivere il valore fondamentale di un’azione. Come il prezzo di un’azione viene identificato con il valore attuale del flusso futuro dei dividendi – che mediante semplificazioni anche drastiche viene spesso identificato col rapporto tra l’utile “normale” e il suo tasso di sconto, corrispondente al rendimento delle attività alternative corrette per il rischio, cui si detrae la crescita attesa del prezzo del titolo – analogamente, nel caso dell’immobile varrà la stessa relazione opportunamente ridefinita. Anziché parlare di utili si considererà il canone di locazione (al netto del costo di manutenzione), mentre al denominatore verrà considerato il tasso di mercato corretto per la

---

<sup>1</sup> Tale offerta dipende a sua volta dalla differenza tra il costo di produzione (prezzo del terreno più il costo di edificazione) e il prezzo degli immobili.

componente di rischio meno la crescita tendenziale di lungo periodo del prezzo dell'immobile.

Se l'andamento del prezzo degli immobili è riconducibile – seppur con scostamenti che talvolta possono assumere dimensioni consistenti – all'andamento delle fondamentali prima esposte, ne consegue che l'assenza di una bolla non può essere rifiutata. Al contrario, è possibile parlare di presenza di una bolla speculativa, quando l'aumento continuo e in accelerazione del prezzo è totalmente slegato dall'andamento delle variabili esplicative.

### La situazione nell'Euro-zona.

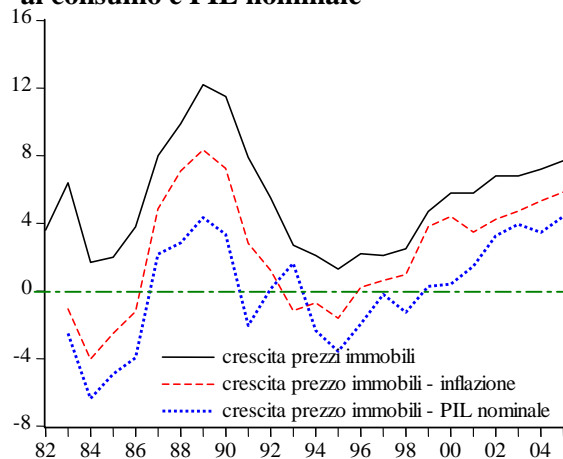
La Banca Centrale Europea ha analizzato per due volte in maniera sistematica l'andamento dei prezzi delle abitazioni all'interno dell'Euro-zona, al fine di verificare l'eventuale presenza di bolle speculative. La prima volta è stata nell'aprile del 2005, la seconda nel febbraio di quest'anno. In assenza di dati di buona qualità e sufficientemente omogenei (sia nel tempo che tra paesi), l'analisi della BCE è stata essenzialmente volta a verificare se esistessero delle differenze macroscopiche tra risultati evidenziati dalla teoria e l'andamento effettivamente seguito dal mercato immobiliare europeo.

In questa parte del lavoro verrà adottato lo stesso approccio seguito dalla BCE, cercando di far uso di analisi e grafici complementari a quelli già usati dalla BCE in modo da integrare il confronto tra la realtà e la teoria<sup>2</sup>.

Dalla FIG 2.1, che riporta la crescita media nella zona-Euro del prezzo degli immobili e dei suoi scarti rispetto all'inflazione e alla crescita del Pil

nominale, emerge che una dinamica dei prezzi degli immobili simile a quella attuale si era in realtà già verificata - in maniera ancor più accentuata - a cavallo tra gli anni '80 e '90. Anche allora, vi era stato un forte aumento dei prezzi seguito, dopo qualche anno, da una flessione. La differenza sostanziale tra l'attuale fase e quella precedente sarebbe nella durata e nell'intensità: la fase attuale appare più duratura, sebbene meno accentuata.

**FIG. 2.1: Crescita prezzi immobili, inflazione al consumo e PIL nominale**



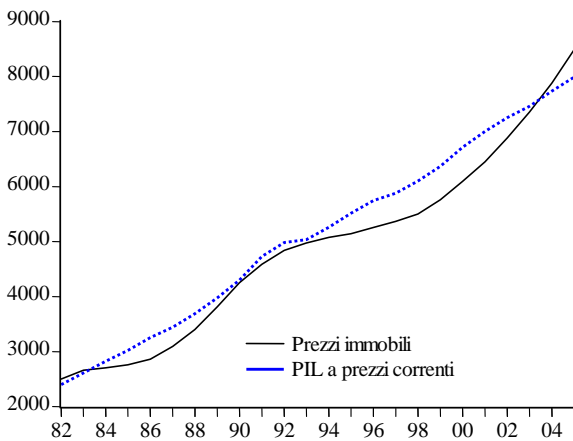
Fonte: BCE, periodo 1982-2005

Una caratteristica interessante del grafico è che la differenza tra crescita dei prezzi degli immobili e crescita del PIL nominale oscilla attorno allo zero. Questo risultato è sostanzialmente in accordo con la teoria che suggerisce un legame diretto fra l'andamento dei prezzi degli immobili e quello del PIL a prezzi correnti. In effetti, cumulando le variazioni del prezzo degli immobili per ottenere una sorta di indice dei prezzi e confrontando questo indice dei prezzi con l'andamento del PIL, si nota che entrambe le variabili presentano esattamente lo stesso trend (FIG. 2.2): infatti, nonostante la presenza di scostamenti di durata abbastanza lunga, i due grafici non divergono. Nel lungo

<sup>2</sup> I dati impiegati sono quelli disponibili al momento della stampa di questo Osservatorio (ottobre 2006).

periodo i prezzi degli immobili si riportano su un trend comune a quello seguito dal PIL nominale. Viene così verificato che, al netto di fluttuazioni fisiologiche, i prezzi degli immobili sembrano aggiustarsi all'andamento del reddito: un risultato in accordo con la teoria della domanda di beni durevoli che vuole nell'andamento tendenziale del PIL una sorta di vincolo di bilancio di lungo periodo.

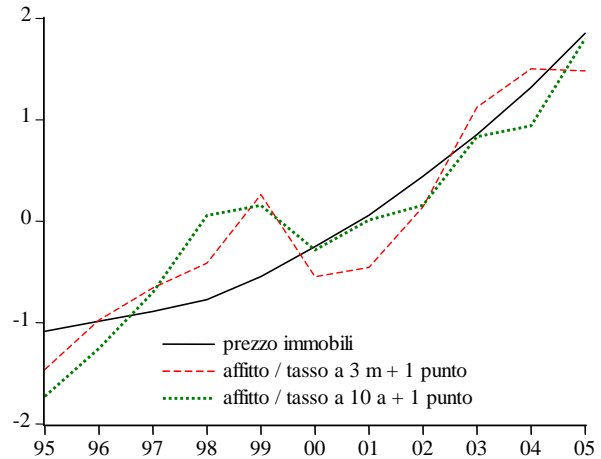
**FIG. 2.2: Prezzi degli immobili e PIL nominale**



Fonte: BCE e nostre elaborazioni, periodo 1982-2005; scala logaritmica

A un risultato altrettanto coerente con la teoria dell'equilibrio di lungo periodo, si giunge comparando l'andamento del prezzo degli immobili con il valore scontato dei canoni di locazione. Adottando la soluzione semplicistica di uguagliare il tasso di sconto degli affitti con il tasso di mercato aumentato di un punto percentuale (calcolato a partire dal 2005 in avanti)<sup>3</sup>, si rileva nuovamente che i due valori, prezzo e valore scontato, hanno in comune lo stesso trend (FIG. 2.3), anche se nel breve periodo le differenze possono essere notevoli.

**FIG. 2.3: Prezzi immobili e valore scontato dei canoni di locazione**



Fonte: BCE e nostre elaborazioni, periodo 1995-2005; scala logaritmica

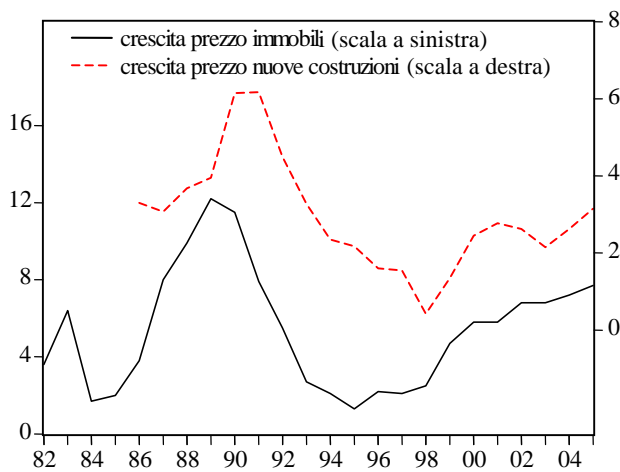
Questo risultato è tanto più significativo se si considera che nel periodo considerato il trend seguito dal prezzo degli immobili diverge di molto da quello dell'indice degli affitti (il secondo cresce molto meno del primo!). Anche in questo caso, quindi, l'andamento reale non sembra discostarsi in maniera evidente da quanto suggerito dalla teoria che considera l'immobile come una forma di investimento della ricchezza.

Un altro aspetto interessante che emerge dai dati europei è il legame fra la crescita del prezzo degli immobili e la successiva crescita dei prezzi delle nuove costruzioni (FIG. 2.4). L'aumento di domanda degli immobili determina un aumento dei loro prezzi che si trasmette alle nuove costruzioni stimolandone la domanda e accelerando la tendenza all'equilibrio mediante il progressivo adeguamento dell'offerta.

<sup>3</sup> Prima del 2005 la disponibilità dei dati è scarsa; inoltre, si sarebbe dovuto tenere esplicitamente conto dell'inflazione (relativamente più elevata).



**FIG. 2.4: Crescita dei prezzi degli immobili e dei prezzi delle nuove costruzioni**

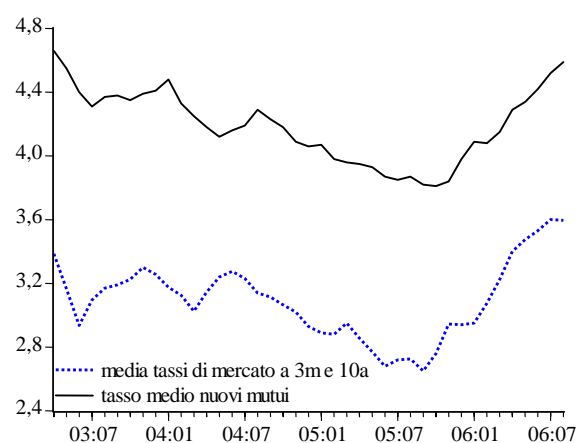


Fonte: BCE e nostre elaborazioni, periodo 1982-2005.

Infine, l'ultimo punto suggerito dalla teoria riguarda il legame tra i tassi d'interesse e l'andamento dei mutui. Quando i tassi sono bassi il costo del bene durevole "immobile" diminuisce perché minore è il costo del finanziamento e minore è la rinuncia alla remunerazione delle altre attività finanziarie (il cosiddetto costo opportunità). Ne consegue che al diminuire dei tassi d'interesse si assiste a un aumento della domanda di immobili, unitamente alla crescita dei loro prezzi e della domanda di mutui.

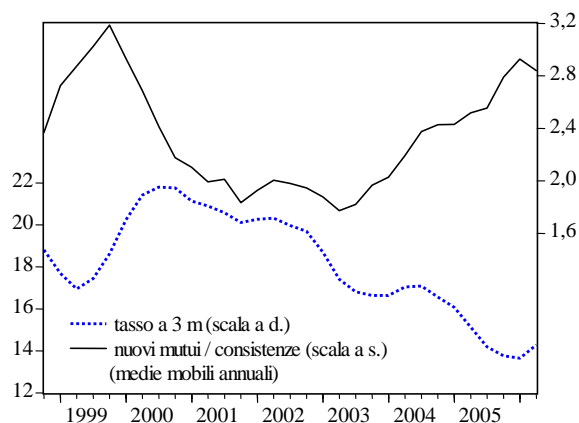
E' quindi importante stabilire se questo risulta sia vero per l'Euro-zona e quanto il tasso sui mutui sia legato ai tassi di mercato. Se il legame tra queste variabili è significativo allora una politica monetaria restrittiva che produce un aumento dei tassi di mercato determinerà anche una contrazione della domanda di immobili che si rileverà anche dalla diminuzione della crescita dei mutui. Le FIGG. 2.5 e 2.6 confermano anche queste ipotesi: il tasso sui nuovi mutui è collegato al tasso di mercato, mentre la variazione delle erogazioni dipende dal tasso d'interesse.

**FIG. 2.5: Tasso di mercato e tasso sui nuovi prestiti alle famiglie per l'acquisto di immobili**



Fonte: BCE e nostre elaborazioni, periodo marzo 2003, agosto 2006

**FIG. 2.6: Tasso di mercato nuove erogazioni alle famiglie per l'acquisto di immobili**



Fonte: BCE e nostre elaborazioni, periodo marzo 1009.IV- 2006.II

Il tasso sulle nuove erogazioni, infatti, si adegua rapidamente all'andamento dei tassi di mercato, mentre l'andamento dei nuovi mutui si muove in maniera del tutto speculare all'andamento dei tassi.

Nel complesso si può quindi sostenere che il comportamento dei prezzi degli immobili nell'Euro-zona sia sostanzialmente in linea con quanto previsto dalla teoria. Tale risultato consente quindi di escludere la presenza di bolle

speculative. Inoltre, da tale analisi emerge il ruolo rilevante giocato dai tassi d'interesse, almeno per quanto riguarda gli ultimi anni. Il basso livello dei tassi ha sicuramente incentivato l'acquisto di immobili sia per il basso costo dei finanziamenti, che per la scarsa remunerazione degli investimenti in attività (finanziarie) alternative. Ne è seguito un aumento dei prezzi e una forte domanda di credito e, dal lato dell'offerta, un elevato investimento in nuove costruzioni. E' quindi più che lecito affermare che l'attuale fase di incremento dei tassi contribuirà al contenimento degli aumenti dei prezzi delle abitazioni e dell'erogazione di mutui, impedendo – anche in un futuro prossimo - la nascita di bolle speculative.

#### 4. Le prospettive per l'Italia

La posizione dell'Italia non differisce in modo sostanziale da quella del complesso dei paesi dell'Euro-zona.

Come nel resto di Eurolandia, infatti, anche in Italia i prezzi degli immobili hanno presentato due picchi: uno all'inizio degli anni Novanta, l'altro appena raggiunto. Nell'ultimo triennio anche in Italia l'acquisto di immobili è stato incentivato dai bassi tassi d'interesse e dalla generale disponibilità delle banche a concedere credito alle famiglie. Inoltre, il mercato immobiliare ha (positivamente) risentito degli effetti dovuti alle “delusioni” sofferte dai risparmiatori italiani quali: il crollo del mercato azionario, la crisi dei bond argentini, l'insolvenza di alcune grosse imprese italiane emittenti obbligazioni considerate prive di rischio, il basso rendimento dei titoli di Stato. Il combinato disposto di questi elementi è stata una spiccata preferenza per l'investimento immobiliare, considerato da molti risparmiatori

come l'unica forma d'investimento che fosse nel contempo redditizia e sicura.

Ciò che invece costituisce una peculiarità quasi esclusivamente italiana è l'assoluta preponderanza della motivazione abitativa a sostegno dell'acquisto di beni immobili. Secondo l'88% di un campione di intervistati in occasione di una recente analisi del CENSIS, il motivo preponderante per l'acquisto di immobili rimane il suo possibile utilizzo come abitazione propria<sup>4</sup>. Se a ciò si aggiunge che

- il numero di famiglie proprietarie dell'abitazione in cui vivono, è ulteriormente aumentato (dal 75,3% del 2001 all'87,1% del 2005);
- una fetta consistente di famiglie ha dichiarato<sup>5</sup> di avere sottoscritto un mutuo a condizioni abbastanza favorevoli, dell'importo originariamente richiesto e che comporta il pagamento di una rata media di circa 600 euro al mese per una durata media di poco inferiore a 17 anni.

Emerge una tipologia di acquirenti che porta quasi naturalmente ad escludere la possibilità che il recente trend seguito dalle quotazioni del mercato immobiliare italiano sia riconducibile ad una bolla speculativa.

A ulteriore conferma di questa conclusione andrebbe anche ricordato che - nonostante l'ulteriore aumento dei prezzi registrato nel primo semestre del 2006 (secondo Nomisma +3,7% per le abitazioni, +3,1% circa per uffici e negozi) - le prospettive sono di una progressiva, anche se limitata, discesa dei prezzi nel prossimo futuro (TAB. 2.1).

---

<sup>4</sup> In effetti solo 6,4% degli intervistati ha dichiarato di aver effettuato l'acquisto dell'immobile come forma di investimento del proprio risparmio.

<sup>5</sup> Per l'esattezza tale dichiarazione è stata resa dal 61,7 degli intervistati dal CENSIS.

**Tab. 2.1: Variazioni % annue dei prezzi correnti degli immobili (effettivi fino al 2006)**

	Abitazioni	Uffici	Negozi	Box o garage
2002	9,5	7,8	7,5	5,7
2003	9,8	8,4	8,4	8,0
2004	10,8	9,3	9,2	8,0
2005	8,4	7,2	7,4	6,5
2006	6,8	5,9	5,9	6,2
2007	4,4	3,9	3,7	-
2008	0,2	-0,2	-0,8	-
2009	-0,1	-0,4	-0,7	-

Fonte: Nomisma, media 13 aree

Dietro tale scenario previsivo vi sarebbe il classico legame di tipo negativo tra tassi d'interesse (in attuale ascesa) e prezzi; il fatto che ormai moltissime famiglie sono già diventate proprietarie della loro abitazione, contribuendo in tal modo a far diminuire la domanda per abitazioni; e *last but not least* il significativo incremento dell'offerta di nuove abitazioni di questi ultimi anni: a fronte di una crescita del PIL dell'1,5% circa in termini reali registratasi tra il 2001 e il 2005, l'investimento in costruzioni è infatti cresciuto di quasi 8 punti percentuali, di cui circa il 60% riferito all'edilizia residenziale.

Nel complesso, il mercato immobiliare dovrebbe conoscere una flessione delle operazioni di compravendita, come previsto da numerose indagini (TAB. 2.2).

**TAB. 2.2: Compravendite e andamento dei prezzi: tendenze per il 2006 e il 2007**

	2005			2006		
	+	=	-	+	=	-
<b>Volume di compravendite</b>						
Centro Nord	19,4	62,7	17,9	10,4	53,7	35,8
Mezzogiorno	33,3	52,8	13,9	25,0	55,5	19,4
Italia	24,3	59,2	16,5	15,5	54,4	30,1
<b>Andamento di prezzi</b>						
Centro Nord	58,2	40,3	1,5	23,9	65,7	10,4
Mezzogiorno	86,1	13,9	-	36,1	55,5	8,3
Italia	68,0	31,1	0,9	28,2	62,1	9,7

Fonte: Censis

Il mercato degli affitti dovrebbe invece seguire un andamento opposto a quello dei prezzi. Il maggior costo dell'indebitamento potrebbe convincere alcuni acquirenti a posporre i loro acquisti determinando una maggior domanda di locazioni.

Il risultato di queste tendenze sulla domanda di mutui è ovvio: la minor domanda di immobili e la diminuzione, seppur non accentuata, del loro prezzo porterà a una minor accensione di nuovi mutui. Nei prossimi mesi, quindi, la crescita del credito alle famiglie per l'acquisto di abitazioni non potrà che ridursi. La crescita complessiva, che ad agosto di quest'anno era complessivamente del 15%, dovrebbe quindi portarsi progressivamente a un 8% circa nel prossimo anno, mentre tenderà ad allungarsi la scadenza dei nuovi mutui. In effetti, a fronte a una crescita tendenziale dei prestiti più elevata in Italia che nel complesso della Zona-Euro (TAB. 2.3) e a tassi (almeno per il totale delle erogazioni) sostanzialmente allineati, nel nostro paese è già in atto una ricomposizione verso le scadenze più lunghe.

**Tab. 2.3: Prestiti per acquisto di abitazioni e tassi: Italia e Zona Euro**

	Composizione			
	Totale	Fino 1 anno	1-5 anni	Oltre 5 anni
<i>Crescita</i>				
Italia	15,8	-22,7	-10,5	15,6
Zona-Euro	11,1	6,8	6,0	11,2
<i>Quote(%)</i>				
Italia	100,0	0,1	1,7	98,2
Zona-Euro	100,0	0,5	2,2	97,3
<i>Tassi</i>				
Italia	4,48	4,40	3,85	4,95/5,37
Zona-Euro	4,52	4,11	4,23	4,52/4,34

Fonte: Banca d'Italia e BCE; prestiti = agosto 2006; tassi = luglio 2006, tassi per scadenza: solo tasso fisso.



### 3. LA MANOVRA DI FINANZA PUBBLICA

I risultati di finanza pubblica per il 2006, come emergono dai dati di pre-consuntivo, mostrano che gli obiettivi programmatici non sono stati realizzati, anche se tutti i saldi appaiono in miglioramento. Infatti, i conti pubblici, pur risentendo dell'eredità negativa del 2005, hanno beneficiato della maggiore crescita dell'economia e del gettito tributario rispetto alle previsioni. Queste circostanze avranno effetti di trascinarsi positivi sul 2007, ma lo scenario tendenziale resta incompatibile con gli impegni assunti in sede europea e ciò richiede una manovra correttiva, dell'ordine di 15 miliardi di euro. In quanto segue, si discutono innanzitutto i risultati attesi per il 2006. In secondo luogo, si illustra la manovra proposta per il 2007<sup>1</sup>, che si presenta particolarmente articolata, e se ne mettono in luce pregi e aspetti critici.

#### 1. Il pre-consuntivo 2006

Gli obiettivi di finanza pubblica per il 2006 sono stati rivisti a più riprese (TAB. 3.1), anche sulla base dell'aggiornamento delle previsioni di crescita dell'economia. Nel Documento di programmazione economico-finanziaria 2006-2009, il precedente Governo aveva programmato un indebitamento netto e un saldo primario della P.A. pari rispettivamente al 3,8% e allo 0,9% del PIL, sulla base di un'ipotesi di crescita del PIL dell'1,5%. Sul finire del 2005, con l'Aggiornamento del Programma di stabilità, il Governo – avendo almeno in apparenza elevato l'entità della manovra finanziaria rispetto a quella inizialmente ipotizzata – programmava un

indebitamento netto al 3,5% del PIL e un avanzo primario all'1,3% del PIL.

Ma nel mese di aprile del 2006, in occasione della Relazione trimestrale di cassa, gli obiettivi venivano ridimensionati – indebitamento netto al 3,8% del PIL e avanzo primario allo 0,6% del PIL – per tenere conto della revisione al ribasso della crescita del PIL dall'1,5% all'1,3%.

**TAB.3.1: Gli obiettivi per il 2006 (% del PIL)**

	Saldo primario	Indebitamento netto
DPEF luglio 2005	0,9	3,8
Dicembre 2005	1,3	3,5
Aprile 2006	0,6	3,8
Luglio 2006	0,5	4,0
Settembre 2006	0,6	3,6
Settembre 2006*	-0,3	4,8

\* include gli effetti della sentenza della Corte di giustizia Europea sulla detraibilità IVA dei veicoli.

Nello stesso tempo, la Commissione Europea ribadiva gli obblighi dell'Italia, nell'ambito della procedura per i deficit eccessivi, di riportare il rapporto deficit/PIL al di sotto del 3% entro il 2007, richiedendo una consistente correzione anche per il 2006.

Il nuovo Governo ha preso atto della situazione e ha proceduto ad una puntuale ricognizione dei conti pubblici, dalla quale è emerso un deficit tendenziale 2006 pari al 4,1% del PIL, sul quale si è cercato di intervenire con le misure adottate nel mese di luglio, con il D.L. 223/2006, *per la correzione strutturale del deficit e il rilancio dell'economia*. Si tratta di provvedimenti per il contenimento della spesa pubblica – riduzione delle spese di funzionamento degli enti ed organismi pubblici non territoriali, della spesa per consulenze e missioni all'estero e per commissioni e comitati; introduzione di sanzioni per gli enti inadempienti rispetto ai vincoli sulla crescita della spesa contenuti nella legge finanziaria per il 2005; verifica delle economie

<sup>1</sup> Verrà illustrata la manovra, così come proposta dal Governo, anche al fine di fornire al lettore elementi di valutazione di alcune delle modifiche che si prospettano durante l'iter di approvazione in Parlamento.

sulla spesa di personale di regioni ed enti locali, con il divieto di assunzioni per gli enti inadempienti – e di interventi in materia di entrate e di contrasto all'evasione fiscale, relative per lo più ai redditi societari. L'entità della manovra è stata valutata in 0,5 punti di PIL.

Nello scorso mese di settembre le stime dell'indebitamento sono state ulteriormente aggiornate, con la presentazione della Relazione previsionale e programmatica per il 2007 e la Nota di aggiornamento al DPEF 2007-2011. La revisione si è resa necessaria per due ragioni. La prima riguarda la crescita del gettito tributario nel corso del 2006, superiore alle previsioni per circa 18,5 miliardi di euro, trainata anche dal buon andamento di alcune entrate di natura temporanea (circa 8 miliardi di euro), connesse per la maggior parte ai provvedimenti inclusi nella manovra di bilancio per il 2006 (soprattutto norme riguardanti la rivalutazione dei cespiti aziendali). La più favorevole dinamica del gettito, connessa ad un andamento della spesa in linea con le previsioni, porta l'indebitamento della P.A. per il 2006 al 3,6% del PIL. La seconda ragione riguarda invece gli effetti della sentenza della Corte di giustizia Europea, che sancisce l'illegittimità della norma nazionale che esclude il diritto alla detrazione dell'IVA sulle operazioni di acquisto e manutenzione dei veicoli. Essi sono valutati in 13,4 miliardi di euro, da contabilizzare tutti nel 2006 in termini di competenza. Al lordo di questi effetti l'indebitamento netto della P.A. per il 2006 sale al 4,8% del PIL e il saldo primario diventa negativo, pari a -0,3% del PIL.

La TAB. 3.2 illustra l'evoluzione delle entrate e delle spese pubbliche nel 2006, a confronto con il 2005.

La pressione tributaria aumenta dal 27,7 al 28,6% del PIL; al netto delle imposte *una tantum*,

*tantum*, aumenta dal 27,6 al 28,2% del PIL; resta stabile al 12,9% del PIL la pressione contributiva. La crescita sostenuta del gettito tributario discende, oltre che dalle componenti transitorie, da vari fattori, anche se ancora mancano gli elementi per un'analisi accurata. È possibile che il rafforzamento della lotta all'evasione e l'aumento dell'occupazione dipendente abbiano contribuito all'aumento delle imposte riscosse. Se così fosse, si andrebbe nella direzione, e questa è una nota positiva, di un aumento strutturale del gettito.

**TAB. 3.2: Entrate e spese della P.A: 2005-06 (miliardi euro)**

	2005 cons.	2006 pre- cons.	Var. %
Entrate tributarie	392,7	419,8	6,9
- imposte <i>una tantum</i>	1,8	5,9	227,8
Contributi sociali	182,4	187,7	2,9
Altre entrate	54,0	55,7	3,1
Entrate totali	629,1	663,2	5,4
Spese correnti netto interessi	565,7	590,9	4,4
- personale	155,5	162,5	4,5
- consumi intermedi	117,1	121,0	3,3
- pensioni	198,9	207,4	4,3
- altre	94,1	100,0	6,3
Interessi passivi	64,5	67,1	4,0
Spese correnti totali	630,2	658,0	4,4
- sanità	94,6	101,9	7,7
Spese in conto capitale	57,0	62,7	10,0
Spese totali netto interessi	622,7	653,6	5,0
Spese totali	687,3	720,8	4,9
Pressione fiscale (% PIL)	40,6	41,4	
Avanzo primario (% PIL)	0,4	0,6	
Risparmio pubblico (% PIL)	-0,5	-0,2	
Indebitamento netto (% PIL)	4,1	3,6	

Le spese complessive sono previste invece crescere del 4,9%, in misura ben superiore al tasso d'inflazione. Alla crescita della spesa contribuiscono tutte le componenti. Le spese correnti primarie aumentano infatti del 4,4%, per effetto dei maggiori oneri per il personale in servizio (+4,5%), per le pensioni (+4,3%) e per i

consumi intermedi (+3,3%). All'aumento della spesa primaria ha contribuito il comparto della sanità, con un incremento del 7,7%. Rispetto al 2005, va infine sottolineata la crescita degli oneri per interessi passivi (effetto tassi di interesse) e delle spese in conto capitale, con un aumento degli investimenti pubblici del 13%.

## 2. Previsioni e obiettivi per il 2007

Le previsioni di finanza pubblica a legislazione vigente per il 2007 sono illustrate in dettaglio nel DPEF 2007-2011 e successivamente sono state aggiornate per tenere conto delle tendenze che si sono manifestate negli ultimi mesi (TAB. 3.3).

**TAB. 3.3: Previsioni tendenziali, P.A. 2007 (miliardi di euro)**

	2007 prev.	Var. % su '06
Entrate tributarie	434,8	3,6
- imposte <i>una tantum</i>	0,8	-491,5
Contributi sociali	192,5	2,9
Altre entrate	56,2	0,0
Entrate totali	683,5	3,1
Spese correnti netto interessi	603,6	2,2
- personale	161,2	-0,1
- consumi intermedi	124,6	3,1
- pensioni	215,9	4,0
- altre	101,8	1,8
Interessi passivi	73,1	8,9
Spese correnti totali	678,3	3,1
- sanità	103,7	1,8
Spese in conto capitale	64,3	2,1
Spese totali netto interessi	667,1	2,0
Spese totali	741,1	2,8
Pressione fiscale (% PIL)	41,2	
Risparmio pubblico (%PIL)	0,1	
Avanzo primario (% PIL)	1,0	
Indebitamento netto (% PIL)	3,8	

Esse sono state costruite sulla base delle ipotesi di evoluzione delle diverse categorie di entrata e di spesa:

- le spese di personale scontano gli effetti della corresponsione dell'indennità di vacanza contrattuale, le misure sul *turn over* introdotte con la legge finanziaria 2005 e l'invarianza del numero dei dipendenti pubblici;
- la spesa per consumi intermedi sconta gli effetti dei contratti di fornitura stipulati dalla Difesa anche per accordi internazionali;
- la spesa sanitaria è stata stimata sulla base della crescita degli acquisti di beni e servizi e degli effetti della finanziaria 2006 in materia di personale e di spesa farmaceutica;
- la spesa pensionistica è stata valutata in relazione al numero di pensioni di nuova liquidazione, ai tassi di cessazione previsti e alle regole vigenti di adeguamento delle prestazioni al tasso d'inflazione;
- la spesa per interessi passivi è stata stimata sulla base dei tassi *forward* rilevati dalla struttura per scadenze dei tassi di mercato;
- la spesa in conto capitale sconta le nuove autorizzazioni determinate dalle precedenti leggi finanziarie;
- le entrate tributarie scontano l'effetto positivo dell'incremento di gettito verificatosi nella seconda metà del 2006;
- i contributi sociali sono previsti crescere secondo un'elasticità al PIL pari a 0,7.

Nel 2007, l'avanzo primario tendenziale delle Amministrazioni Pubbliche si attesterebbe all'1% del PIL e l'indebitamento netto al 3,8% del PIL. Le previsioni confermano quindi la necessità di una manovra correttiva che consenta di rispettare gli impegni assunti con il *Patto di stabilità e crescita*.

Su queste basi, il DPEF 2007-2011 e la Relazione previsionale e programmatica per il 2007 illustrano gli obiettivi della politica di bilancio, e più in generale della politica

economica, *chiamata ad agire sui tre fronti: dello sviluppo, del risanamento e dell'equità.*

Per quanto riguarda, in particolare, il risanamento dei conti pubblici, l'obiettivo è quello di ricostituire un consistente avanzo primario, andatosi sempre più assottigliando negli ultimi cinque anni, in modo che si possa gradualmente ma costantemente ridurre il peso del debito pubblico. Il che richiede interventi strutturali sia sul fronte delle entrate, anche attraverso più consistenti interventi in tema di evasione ed elusione fiscale, sia dal lato della spesa, per controllarne la dinamica.

Gli obiettivi programmati per il 2007 indicano (TAB. 3.4), rispetto al pre-consuntivo del 2006, l'aumento dell'avanzo primario al 2% del PIL, la riduzione dell'indebitamento netto al 2,8% del PIL e la riduzione del rapporto debito/PIL al 106,1%. Il miglioramento dovrebbe rafforzarsi negli anni successivi. Il conseguimento di questi obiettivi richiede una correzione del deficit tendenziale 2007 pari all'1% del PIL, circa 15 miliardi di euro.

**TAB. 3.4 : Il quadro programmatico 2006-09 (% del PIL)**

	2006	2007	2008	2009
Saldo primario	0,9	2,0	2,5	3,2
Saldo primario*	-0,3	2,0	2,5	3,2
Indebitamento netto	3,6	2,8	2,2	1,5
Indebitamento netto*	4,8	2,8	2,2	1,5
Rapporto debito/PIL	106,8	106,1	104,5	102,3
Rapporto debito/PIL*	107,6	106,9	105,4	103,5

\* include gli effetti della sentenza della Corte di giustizia Europea sulla detraibilità IVA dei veicoli.

Il Governo ha inoltre dichiarato di volere attuare, accanto alle misure di riduzione del disavanzo, una serie di interventi *per lo sviluppo e l'equità*, che portano l'entità della manovra complessiva a circa 35 miliardi di euro.

La manovra è articolata su due provvedimenti principali: il D.L. 262/2006 recante *Disposizioni*

*urgenti in materia tributaria e finanziaria* e il disegno di legge finanziaria. Le disposizioni in essi contenute riguardano la variazione delle aliquote tributarie e contributive; gli strumenti per contrastare i fenomeni di elusione ed evasione fiscale; la razionalizzazione e riorganizzazione di alcuni grandi comparti dell'amministrazione pubblica, quali sanità ed enti territoriali. A questi provvedimenti si accompagnano alcune deleghe per il riordino dei tributi statali.

### 3. La manovra sulle entrate

La manovra sulle entrate pubbliche si presenta particolarmente consistente, con interventi in diverse direzioni e comparti, dalla revisione profonda della struttura dell'IRPEF all'aumento delle imposte ipotecarie e catastali, dall'aumento delle aliquote contributive al rafforzamento degli strumenti per la lotta all'evasione, dall'incremento dell'autonomia finanziaria agli enti territoriali alla revisione del sistema impositivo dei redditi delle attività finanziarie alla norme per la valorizzazione del patrimonio pubblico.

**La revisione dell'IRPEF.** L'art. 3 del Disegno di legge finanziaria propone modifiche rilevanti all'imposta sul reddito delle persone fisiche, attraverso il ridisegno degli scaglioni e delle corrispondenti aliquote e la ristrutturazione del sistema di deduzioni e detrazioni.

Il prelievo sulle persone fisiche verrebbe articolato su 5 aliquote d'imposta (4 nel regime vigente). L'aliquota minima resterebbe invariata al 23% e si applicherebbe ai redditi fino a 15.000 euro, l'aliquota massima resterebbe invariata al 43% e si applicherebbe ai redditi superiori ai 75.000 euro. Sono inoltre previste un'aliquota del 27% per i redditi da 15.001 a

28.000 euro, del 38% per i redditi compresi tra 28.001 e 55.000 euro e del 41% per i redditi compresi tra 55.001 e 75.000 euro (TAB. 3.5).

**TAB. 3.5: Le nuove aliquote IRPEF**

Scaglioni	Aliquote
Fino a 15.000	23
Da 15.001 a 28.000	27
Da 28.001 a 55.000	38
Da 55.001 a 70.000	41
Oltre 70.000	43

Alla revisione degli scaglioni e delle aliquote si accompagnerebbe la sostituzione delle attuali deduzioni (che vanno a diminuire la base imponibile) per i redditi da lavoro dipendente e autonomo e di quelle per i carichi familiari (che attualmente assicurano la progressività dell'imposta) con un sistema di detrazioni (che riducono invece il debito d'imposta), illustrato nella TAB. 3.6.

Le detrazioni per oneri di famiglia si presentano decrescenti al crescere del reddito complessivo del contribuente e si annullano oltre certe soglie (ad esempio, per 1 figlio a carico, la detrazione si annulla per redditi superiori a 95.000 euro). Non sarebbe più consentito ai genitori di ripartire liberamente la detrazione per i figli a carico (*tax planning* familiare), ma questa spetterebbe a ciascuno per il 50%. Le altre detrazioni dipendono dalla tipologia e dall'ammontare del reddito del contribuente. Ad esempio, per i redditi da lavoro dipendente la soglia di esenzione è stata elevata a 8.000 euro, se il periodo di lavoro ricopre l'intero anno (per periodi di lavoro inferiori all'anno spetta comunque una detrazione minima di 690 euro), e la detrazione si annulla oltre i 55.000 euro. Per i pensionati, la soglia di esenzione è stata elevata a 7.500 euro e il beneficio si annulla oltre i 55.000 euro.

**TAB. 3.6: Le nuove detrazioni IRPEF**

Detrazioni per lavoro dipendente	
Scaglioni	Importo
Fino a 8.000	1.840
Da 8.001 a 15.000	$1.338+502*[1-(R-8.000)/7.000]$
Da 15.001 a 55.000	$1.338*[1-(R-15.000)/40.000]$
Oltre 55.000	0
Detrazioni per pensioni	
Scaglioni	Importo
Fino a 7.500	1.725
Da 7.501 a 15.000	$1.255+470*[1-(R-7.500)/7.500]$
Da 15.001 a 55.000	$1.255*[1-(R-15.000)/40.000]$
Oltre 55.000	0
Detrazioni per lavoro non dipendente	
Scaglioni	Importo
Fino a 4.800	1.104
Da 4.801 a 55.000	$1.104*[1-(R-4.800)/50.200]$
Oltre 55.000	0
Detrazioni per figli e familiari a carico*	
	Importo
Coniuge	$800*(1-R/80.000)$
Figli < 3 anni	$900*(1-R/95.000)$
Figli > 3 anni	$800*(1-R/95.000)$
Altri familiari	$750*(1-R/80.000)$

R=reddito

\* per i contribuenti con più di 3 figli, l'importo base della detrazione è aumentato di 200 euro per ciascun figlio; per ogni figlio oltre il primo, il denominatore aumenta di 15.000 euro, per ogni figlio portatore di handicap, la detrazione base aumenta di 70 euro.

La riforma dell'IRPEF dovrebbe essere seguita dalla riforma del sistema degli assegni familiari (con un decreto da emanarsi entro due mesi dall'entrata in vigore della legge finanziaria), con l'obiettivo di correggere un difetto del regime vigente, che prevede la riduzione molto accentuata dell'importo dell'assegno (anche 300 euro l'anno per figlio) al passaggio da uno scaglione di reddito a quello successivo. In altre parole, può verificarsi che, al passaggio di scaglione, ad un aumento del reddito complessivo corrisponda una riduzione del reddito disponibile per la famiglia. Questa riforma favorirebbe non solo i redditi bassi, ma anche quelli medi, con l'aumento del beneficio e della platea dei beneficiari. Aumenterebbe infatti



la soglia di reddito massima, oltre la quale si azzerava il beneficio da 50.817 a 78.699 euro.

**Altre misure sulle entrate tributarie.** La revisione dell'IRPEF sarebbe accompagnata dall'aumento di altre imposte. Si tratta del ritocco dell'imposta di bollo, dell'aumento di 1 punto dell'aliquota di base sui tabacchi lavorati, dell'aumento della tassa di possesso dei veicoli, dell'aumento dell'accisa sul gasolio da autotrazione. Verrebbe inoltre completamente riformato il trattamento tributario delle successioni (TAB. 3.7).

**TAB. 3.7: Nuovo regime tributario delle successioni**

Coniuge e parenti in linea diretta		
	Immobili	Altri beni
Imposta di registro	esenti	
Imposta ipotecaria	168 € fino a 250.000 € se abitazione principale del defunto	
	3% per un valore maggiore di 250.000 € se abitazione principale del defunto	
	3% in altri casi	
Imposta catastale	168 € fino a 250.000 € se abitazione principale del defunto	
	1% per un valore maggiore di 250.000 € se abitazione principale del defunto	
	1% in altri casi	
Parenti fino al 4° grado, affini in linea diretta e collaterale fino al 3° grado		
Imposta di registro	2%	
Imposta ipotecaria	3%	6%
Imposta catastale	1%	
Altri soggetti		
Imposta di registro	4%	
Imposta ipotecaria	3%	8%
Imposta catastale	1%	

**Le deleghe in materia tributaria.** Un'iniziativa di particolare rilievo è la delega al Governo per il riordino della normativa sulla tassazione dei redditi, sulla riscossione e accertamento dei tributi erariali, sul sistema estimativo del catasto fabbricati, nonché per la redazione dei testi unici delle disposizioni sui tributi statali.

La prima delega concerne il riordino del trattamento tributario dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria, delle gestioni individuali di patrimoni e degli organismi d'investimento collettivo mobiliare. Essa contiene alcune linee guida per la riforma che dovrebbe essere attuata entro l'estate del 2007. L'intento del legislatore è quello di procedere alla revisione e unificazione delle aliquote delle ritenute (o delle imposte sostitutive) sui redditi di capitale e diversi, con un livello massimo di prelievo al 20%, con una semplificazione delle procedure per ridurre i costi amministrativi a carico degli intermediari. La nuova disciplina dovrebbe essere accuratamente coordinata con le norme vigenti, nel rispetto del principio dell'equivalenza di trattamento tra redditi diversi e strumenti di natura finanziaria, nonché tra gli intermediari finanziari. Verrebbe poi introdotta un'opportuna disciplina transitoria per evitare ingiustificati guadagni o perdite, con riferimento alle posizioni già esistenti.

La seconda delega concerne la riscossione dei tributi ed ha essenzialmente l'obiettivo di potenziare l'attività di recupero delle somme non versate spontaneamente.

In materia di accertamento, il Governo è delegato ad adottare provvedimenti per l'armonizzazione delle regole generali e dei poteri di accertamento per tutti i tributi erariali, per l'individuazione di specifici poteri di indagine in presenza dei fenomeni di frodi, per la revisione dei criteri di accertamento presuntivi



sulla base di elementi indicativi di capacità contributiva, per il potenziamento del sistema informativo, per la cooperazione con gli enti territoriali e previdenziali e con le amministrazioni fiscali degli Stati esteri per lo scambio di informazioni.

Ulteriori deleghe riguardano la riforma del sistema estimativo del catasto fabbricati (attualmente basato sulla distinzione in categorie e classi), con l'obiettivo di migliorare i livelli di perequazione e trasparenza e di recuperare l'evasione e l'elusione nel settore immobiliare, e il riassetto delle disposizioni tributarie statali, con l'emanazione di testi unici di revisione delle disposizioni legislative vigenti.

**Entrate contributive.** In materia di contributi previdenziali, il Governo propone l'aumento di una serie di aliquote sia per i lavoratori autonomi sia per i lavoratori dipendenti. In dettaglio, le proposte riguardano l'aumento dell'aliquota per i lavoratori autonomi dal 17,4-17,8% al 19,5% a partire dal 1° gennaio 2007 e al 20%, dal 1° gennaio 2008; l'aumento dell'aliquota dei lavoratori parasubordinati (non iscritti ad altra gestione pensionistica) dal 17,9 al 23%; l'aumento dal 10 al 16% dell'aliquota dei lavoratori parasubordinati iscritti alla gestione separata; l'aumento dell'aliquota dei lavoratori dipendenti dal 32,7 al 33%; l'aumento al 10% dell'aliquota a carico dei datori di lavoro degli apprendisti. Verrebbe inoltre prorogato, per il triennio 2007-2009, un contributo di solidarietà del 3% sulle quote dei trattamenti pensionistici, corrisposti dagli enti di previdenza obbligatoria, eccedenti l'importo di 5.000 euro mensili.

**Settore previdenziale.** In materia di previdenza, il Governo propone di anticipare al 1° luglio 2007, l'introduzione del meccanismo del silenzio-assenso - previsto dal D.Lgs. 252/2005 - per la destinazione alla previdenza

complementare delle quote maturande del trattamento di fine rapporto. A decorrere dal 1° gennaio 2007 verrebbe istituito presso la Tesoreria dello Stato il *Fondo per l'erogazione ai lavoratori del settore privato dei trattamenti di fine rapporto*, che sarebbe gestito dall'INPS. Il Fondo sarebbe alimentato dal 50% delle liquidazioni maturande non destinate alla previdenza complementare (cosiddetto TFR inoptato). Le risorse del Fondo sarebbero destinate prevalentemente al finanziamento di opere pubbliche di rilievo nazionale. A compensazione (almeno parziale) della perdita di liquidità sofferta dalle imprese, sono previsti per il 2008 e il 2009 sgravi contributivi, sotto forma di esonero dal pagamento dei contributi sociali per prestazioni temporanee, quali maternità e disoccupazione.

**Lotta all'evasione e recupero di basi imponibili.** Sono numerose le misure proposte dal Governo per contrastare l'evasione e le frodi fiscali ed i fenomeni di elusione fiscale.

L'intervento principale concerne la revisione degli studi di settore, anche al fine di adeguare questo strumento alle nuove realtà produttive dei diversi settori. In particolare, si propone di: a) rendere triennale la revisione degli studi (oggi quadriennale), con l'utilizzo di specifici indicatori di coerenza per la stima dei ricavi potenziali; b) innalzare il limite di applicabilità a 7,5 milioni di euro di ricavi; c) estendere l'applicabilità anche ai soggetti che hanno un periodo d'imposta diverso da 12 mesi; d) inasprire le sanzioni nel caso di indicazione di dati non veritieri nella dichiarazione dei redditi e introdurre una sanzione aggiuntiva in misura fissa in caso di omissione dei dati o di compilazione irregolare.

Vi sono poi altre disposizioni che mirano a contrastare abusi e frodi in diversi settori. Tra queste, l'obbligo di certificare la detraibilità o

deducibilità della spesa per l'acquisto di farmaci con il cosiddetto *scontrino parlante* (fattura o scontrino fiscale, contenente natura, qualità e quantità del bene oltre al codice fiscale del destinatario del medicinale); l'introduzione di adempimenti contabili per le strutture sanitarie private per le attività di lavoro autonome svolte al loro interno; l'estensione del meccanismo del *reverse charge* - già applicato agli operatori del settore orafa - al settore del sub-appalto edilizio, alle cessioni di immobili, dei prodotti di telefonia, di personal computer (esso prevede che la tassazione venga trasferita in capo all'acquirente, che diventa debitore dell'imposta in luogo del cedente).

Il recupero di base imponibile fa riferimento soprattutto all'IRES, con l'introduzione di criteri più restrittivi di valutazione delle opere ultrannuali; di deducibilità delle spese sostenute dalle società concessionarie della costruzione e dell'esercizio di opere pubbliche; di riporto delle perdite e nell'ambito del leasing immobiliare. Altre misure riguardano l'abolizione dell'esonero IVA per le imprese agricole con un giro d'affari inferiore a 7.000 euro, le condizioni per fruire del regime agevolato di tassazione delle *stock options*, la revisione della qualificazione e della rendita catastale dei fabbricati rurali.

Infine, ulteriori norme riguardano l'ampliamento delle basi imponibili di IRPEF, IRES e IRAP, in relazione alla minore deducibilità dei costi delle vetture aziendali. Tali norme sono state adottate con il D.L. 262/2006 per recuperare le perdite di gettito (stimate in circa 5 miliardi di euro per il 2007) conseguenti alla sentenza della Corte di giustizia Europea sulla detraibilità dell'IVA sull'acquisto di autovetture.

**Entrate degli enti locali.** Il DDL finanziaria contiene anche la proposta di aumentare il grado

di autonomia impositiva degli enti locali, sia operando sui tributi esistenti sia con l'introduzione di nuovi tributi. In dettaglio, ai comuni sarebbe innanzitutto concessa la facoltà di aumentare l'addizionale all'IRPEF fino ad un massimo di complessivi 0,8 punti percentuali. In secondo luogo, si profila la possibilità di istituire, a partire dal 1° gennaio 2007, un'imposta di scopo, il cui gettito sarebbe destinato alla realizzazione di investimenti sul territorio comunale, e un contributo di soggiorno, destinato ad interventi di manutenzione urbana e valorizzazione dei centri storici. Infine, si propone di istituire, a decorrere dal 1° gennaio 2008, una compartecipazione comunale al gettito dell'IRPEF, con corrispondente riduzione annua dei trasferimenti a carico del bilancio dello Stato.

**Misure per lo sviluppo.** L'intervento più rilevante consiste nella proposta di riduzione del cuneo contributivo, con l'obiettivo di alleggerire l'incidenza del costo del lavoro nella base imponibile dell'IRAP. In particolare, verrebbero introdotte, accanto a quelle già esistenti, due nuove deduzioni, relative al costo dei lavoratori dipendenti assunti a tempo indeterminato. La prima deduzione riguarda i contributi assistenziali e previdenziali a carico del datore di lavoro; la seconda consiste nell'abbattimento forfetario della base imponibile per un importo pari a 5.000 euro annui per ciascun lavoratore dipendente a tempo indeterminato (10.000 euro per le regioni del Mezzogiorno e Isole). Il beneficio sarebbe più elevato nel caso di lavoratrici rientranti nella definizione di lavoratore svantaggiato (definizione del Reg. CE n. 2204/2002). Va comunque precisato che le nuove deduzioni non sarebbero cumulabili a quelle vigenti, ma il contribuente potrebbe scegliere il regime a lui più conveniente. Esse si



applicherebbero a partire dal mese di febbraio 2007 e in misura ridotta della metà fino al luglio 2007. Resterebbero esclusi dalle agevolazioni le banche e gli altri enti finanziari e assicurativi, le imprese operanti in concessione e a tariffa nei settori dei servizi di pubblica utilità. Infine, poiché si tratta di una misura settoriale, che rientra tra gli *aiuti di Stato*, è necessaria un'apposita autorizzazione da parte dei competenti organi comunitari.

Il DDL finanziaria propone una serie di altre misure volte a promuovere lo sviluppo economico, quali:

concessione di un credito d'imposta alle imprese localizzate nelle cosiddette *aree svantaggiate* del Mezzogiorno, finalizzato ad incentivare gli investimenti in macchinari, impianti ed attrezzature varie, esclusi quelli infissi al suolo. Non avrebbero accesso al credito d'imposta le imprese dei settori siderurgico, creditizio finanziario e assicurativo, della pesca, delle fibre sintetiche e industria carbonifera;

concessione, fino al 2009, di un credito d'imposta a favore degli investimenti in Ricerca e innovazione, per un ammontare massimo annuo di 2 milioni di euro;

agevolazioni in favore delle imprese di produzioni musicali di dimensioni medie o piccole (fatturato inferiore a 15 milioni di euro), con un credito d'imposta massimo di 100.000 euro per un triennio.

Altri interventi minori concernono la detraibilità al 19% dall'IRPEF delle spese sostenute per l'acquisto di un computer da parte degli insegnanti per una spesa massima di 1.000 euro, l'aumento dal 25% al 40% dell'abbattimento della base imponibile connessa allo sfruttamento di opere dell'ingegno per i contribuenti con meno di 35 anni, la detraibilità del canone di locazione per studenti fuori sede per un massimo di 2.633 euro.

**Valorizzazione del patrimonio pubblico.** Infine, il DDL finanziaria contiene una serie di disposizioni inerenti la gestione del patrimonio immobiliare pubblico, rivolte alla valorizzazione e all'allungamento delle concessioni demaniali, ad un maggiore coinvolgimento degli operatori privati nella ristrutturazione e nell'utilizzo degli immobili pubblici, all'utilizzo dei beni confiscati alla criminalità organizzata per attività di interesse pubblico.

**Sgravi fiscali.** Come di consuetudine, il DDL finanziaria propone la proroga di tutta una serie di agevolazioni fiscali in alcuni settori in scadenza al 31 dicembre 2006 (benefici fiscali per interventi di recupero del patrimonio edilizio, aliquota IRAP ridotta nei settori dell'agricoltura e della pesca, riduzione dell'imposta di registro e catastale per l'accorpamento della proprietà coltivatrice, deduzione forfetaria per gli impianti di distribuzione dei carburanti, accise ridotte sulle emulsioni stabilizzate e sul metano per usi industriali e civili, ecc.).

Verrebbero invece introdotte nuove agevolazioni tributarie miranti alla riduzione della spesa energetica, quali detrazioni fiscali per le spese di riqualificazione energetica complessiva di edifici esistenti, per l'installazione di pannelli solari e caldaie ad elevata efficienza; l'erogazione di contributi per apparecchi domestici e motori industriali ad alta efficienza. La manovra sulle entrate per il 2007 è illustrata nella TAB. 3.8.

Le maggiori entrate attese (dalla manovra inizialmente proposta) ammontano a circa 22 miliardi di euro, derivanti per 7,7 miliardi - più di un terzo - dalla lotta all'evasione e dal recupero di basi imponibili; per 4,8 miliardi dall'aumento delle aliquote contributive; per 6

miliardi dalla costituzione del Fondo di erogazione del TFR.

**TAB. 3.8: La manovra sulle entrate per il 2007**  
(DDL finanziaria e D.L. 262/2006; mld. di euro)

	2007
<b>Maggiori entrate</b>	<b>22,2</b>
- revisione IRPEF	0,4
- lotta all'evasione ed elusione fiscale di cui:	7,7
studi di settore	3,3
recupero di basi imponibili	2,1
contrasto all'evasione	1,1
riscossione di tributi iscritti a ruolo	1,2
- aumento contributi previdenziali	4,8
- imposte di bollo, registro, ipotecarie e catastali	0,8
- aumento IRAP per disavanzi Sanità	1,4
- Fondo erogazione TFR	6,0
- delega tassazione attività finanziarie	1,1
<b>Minori entrate</b>	<b>5,3</b>
- proroga agevolazioni fiscali	1,1
- riduzione cuneo contributivo	2,5
- altre	0,8
- effetti indotti dalla manovra	0,9
<b>Maggiori entrate nette</b>	<b>16,9</b>

Altre maggiori entrate per complessivi 2,6 miliardi di euro deriverebbero dalla revisione dell'IRPEF, dall'attuazione della delega per la riforma della tassazione delle attività finanziarie, dall'aumento delle imposte di registro, ipotecarie e catastali e dall'aumento dell'IRAP nelle Regioni con elevati disavanzi sanitari. A fronte di questi maggiori introiti sono state stimate minori entrate per circa 5 miliardi di euro, in relazione alla riduzione del cuneo contributivo, alla proroga di agevolazioni vigenti, all'introduzione di nuove agevolazioni e incentivi sopra descritti.

Le maggiori entrate nette ammonterebbero pertanto a 16,9 miliardi di euro.

#### 4. La manovra sulle spese

La manovra sulla spesa prevede, come di consueto, interventi nei comparti del pubblico

impiego, della sanità, degli enti territoriali, oltre a misure di razionalizzazione e riorganizzazione delle amministrazioni pubbliche.

**Razionalizzazione e riorganizzazione della Pubblica Amministrazione.** Gli interventi proposti al riguardo concernono essenzialmente la revisione degli assetti organizzativi dei Ministeri, la riorganizzazione delle strutture esistenti nell'ambito del dipartimento della Pubblica Sicurezza, la riallocazione delle risorse umane negli enti pubblici e nelle agenzie, la razionalizzazione degli acquisti di beni e servizi, le modifiche all'assetto istituzionale degli enti pubblici non economici nazionali, nonché il riordino, trasformazione e soppressione di enti pubblici.

Altre disposizioni concernono il contenimento della spesa dello Stato, con l'introduzione di meccanismi incentivanti per il personale che contribuisse in modo diretto al conseguimento degli obiettivi di efficienza e razionalizzazione dei processi di spesa.

**Pubblico impiego.** Le misure di contenimento proposte in materia di pubblico impiego, concernono in primo luogo le Amministrazioni dello Stato, con l'introduzione di limiti alle assunzioni nei Corpi di polizia (massimo 1.000 unità) e vincoli al turn-over (per il 2008 e 2009) nel limite di un contingente di personale corrispondente ad una spesa pari al 20% di quella relativa alle cessazioni dell'anno precedente; la riduzione del 15% delle risorse per la professionalizzazione delle forze armate; il contenimento dei trattamenti accessori dirigenziali (cui si aggiunge simbolicamente la riduzione del 30% del compenso dei membri del Governo).

Si propongono però anche interventi di incremento della spesa, in relazione ad un



graduale programma di stabilizzazione del personale precario, con la trasformazione a tempo indeterminato dei rapporti di lavoro del personale in servizio con contratti di formazione e lavoro, ma non assunto pur avendo superato le prove di selezione; inoltre per eliminare la formazione di nuovo precariato, si introducono vincoli al ricorso a personale con lavoro flessibile, nel limite del 40% della spesa sostenuta per le stesse finalità nel 2003. Nuove assunzioni discenderebbero anche dal potenziamento dell'organico del comando dei Carabinieri per la tutela del lavoro e per la lotta all'ecomafia e criminalità ambientale. Vengono infine previste risorse aggiuntive per i rinnovi contrattuali 2006-2007, tali da consentire incrementi retributivi pari al tasso d'inflazione programmata al 2%.

In relazione al personale delle Regioni e degli enti locali, il DDL finanziaria contiene una proposta innovativa. Invece di introdurre vincoli rigidi per le diverse tipologie di enti, ciascuno avrebbe l'autonomia di scegliere le modalità per rispettare l'obiettivo della riduzione delle spese di personale, secondo i principi dettati per le amministrazioni dello Stato. Resterebbe valido il divieto di nuove assunzioni per gli enti che non avessero rispettato le regole del Patto di stabilità interno per il 2006.

Per quanto riguarda il personale del Servizio Sanitario Nazionale, gli enti del comparto dovrebbero garantire che le spese di personale non siano superiori nel 2007 al corrispondente ammontare del 2004 ridotto dell'1,4%.

Infine, vincoli sono previsti anche per le Università statali e gli enti di ricerca pubblici (nuove assunzioni di personale a tempo indeterminato solo entro il limite delle cessazioni dei rapporti di lavoro a tempo indeterminato intervenute l'anno precedente)

anche se è previsto un piano straordinario di assunzione di ricercatori.

***Interventi per il sistema scolastico e per l'università.*** Per il comparto della Scuola, il contenimento della spesa sarebbe affidato all'adozione di nuovi e migliori modelli organizzativi, pur nel rispetto dell'autonomia scolastica. Il DDL finanziaria propone l'innalzamento del rapporto alunni/classe dello 0,4 nella media nazionale, con l'effetto positivo di contenimento del personale docente, amministrativo, tecnico ed ausiliario; la ridefinizione del rapporto docenti di sostegno/alunni; una più puntuale attività di monitoraggio e verifica delle assenze; la riduzione dei carichi didattici negli Istituti professionali; lo spostamento verso altre amministrazioni dei docenti inadeguati ai compiti d'insegnamento; la riconversione professionale del personale soprannumerario.

D'altra parte, si profilano la definizione di un piano triennale di immissioni in ruolo di circa 150.000 docenti e 20.000 unità di personale ATA, l'innalzamento dell'obbligo scolastico a 16 anni, l'impiego di nuove risorse per l'attuazione del piano di edilizia scolastica e la messa in sicurezza degli edifici esistenti, l'estensione della gratuità parziale dei libri di testo agli studenti dei primi due anni dell'istruzione secondaria superiore.

Per ciò che concerne le Università, verrebbero introdotti limiti al fabbisogno finanziario (non superiore del 3% a quello dell'anno precedente) cui si aggiungerebbe il divieto temporaneo di istituire nuove facoltà e corsi di studio.

***Patto di stabilità interno e Sanità.*** Anche il DDL finanziaria per il 2007 apporta modifiche al Patto di stabilità interno.

In relazione ai comuni, sono soggetti al Patto solo gli enti con popolazione superiore a 5.000 abitanti. A ciascun comune (sia esso in disavanzo, pareggio o avanzo di bilancio) viene richiesto di contribuire al riequilibrio finanziario del comparto. Per ciascun ente, la correzione richiesta è la somma algebrica di due diverse componenti:

la prima componente consiste nella riduzione nel 2007 del 50% del disavanzo di cassa medio registrato nel triennio 2003-2005; per definizione, questa correzione non riguarda i comuni in pareggio o in avanzo nel periodo considerato;

la seconda componente riguarda invece tutti i comuni: ciascuno dovrebbe migliorare il saldo di bilancio in misura pari al 3,4% dei pagamenti correnti effettuati in media nel periodo 2003-05.

La manovra si propone di azzerare il disavanzo di cassa registrato dal complesso dei comuni già nel 2007; metà dell'aggiustamento sarebbe a carico dei comuni in disavanzo; l'altra metà sarebbe invece a carico di tutti i comuni, in una misura direttamente proporzionale alla propria spesa corrente. Per gli enti inadempienti, è prevista una sanzione, che consiste nell'incremento automatico dello 0,3% dell'addizionale comunale all'IRPEF a carico dei cittadini residenti nel comune inadempiente. Sempre per gli enti locali, si propongono misure volte alla riduzione dei *costi della politica* e ad incentivare le fusioni di comuni e l'esercizio associato di funzioni.

Per quanto riguarda le Regioni, il Patto di stabilità interno si concretizza essenzialmente in un vincolo alla crescita della spesa: per il 2007, il complesso delle spese finali (escluse le spese per la sanità, per le quali valgono norme specifiche) di ciascuna Regione a statuto ordinario non dovrebbe essere superiore a quello del 2005 diminuito dell'1,8%. Anche per le

Regioni inadempienti è prevista una sanzione, che consiste nell'aumento automatico di 5 punti percentuali della tassa automobilistica e nell'applicazione dell'imposta regionale sulla benzina nella misura massima di 0,0258 euro al litro. Non verrebbe prorogata la sospensione, disposta dal Governo precedente, degli aumenti delle aliquote dell'IRAP.

Per quanto concerne il comparto della Sanità, il punto di riferimento è il nuovo Patto per la salute fra Governo e Regioni siglato lo scorso 22 settembre, che prevede di stabilizzare la spesa sanitaria già dal 2007. L'aggiustamento richiesto è pari a circa 3 miliardi di euro, gravante soprattutto sulle Regioni con elevati disavanzi. In caso di inadempienza, verrebbero confermati gli incrementi automatici delle aliquote dell'addizionale all'IRPEF e dell'aliquota dell'IRAP. Verrebbe però istituito un fondo di 1 miliardi di euro per sostenere il processo di risanamento delle regioni non in linea.

Sono poi proposte altre misure di riequilibrio finanziario del comparto sanitario, quali il contenimento della spesa farmaceutica, l'abbattimento delle tariffe per le prestazioni di laboratorio automatizzabili, l'introduzione di *ticket* sulle prestazioni specialistiche ambulatoriali (10 euro per ricetta) e di pronto soccorso (23 euro codice bianco e 41 euro codice verde), l'accreditamento degli erogatori privati di prestazioni sanitarie, l'abbattimento dei prezzi dei dispositivi medici, la repressione delle truffe ai danni del servizio sanitario nazionale.

**Misure per lo sviluppo e la ricerca.** Si tratta di provvedimenti proposti per il sostegno dell'apparato produttivo:

- istituzione del Fondo per la competitività e lo sviluppo, destinato al finanziamento di progetti di innovazione



industriale nell'ambito delle aree tecnologiche dell'efficienza energetica, della mobilità sostenibile, delle nuove tecnologie della vita, per la *made in Italy* e delle tecnologie innovative per il patrimonio culturale;

- rifinanziamento del Fondo per le aree sottoutilizzate;
- istituzione del Fondo per gli investimenti nella Ricerca scientifica e tecnologica (FIRST), dove andrebbero a confluire le risorse annuali per i progetti di ricerca di interesse nazionale;
- rifinanziamento del Fondo nazionale per il cofinanziamento degli interventi regionali nel settore del turismo;
- interventi di promozione della competitività nei settori industriali ad alta tecnologia (settore aeronautico);
- istituzione di un Fondo per gli investimenti nel settore della difesa;
- rifinanziamento, per il triennio 2007-2009, del Fondo per il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà;
- rifinanziamento, per il triennio 2007-2009, del Fondo per i trasferimenti correnti alle imprese (ANAS, ENAV, Poste e FS) in relazione agli oneri di servizio pubblico sostenuti in applicazione dei rispettivi contratti di programma.

La manovra sulle spese per il 2007 è illustrata nella TAB. 3.9.

I risparmi di spesa sono stimati in 11,5 miliardi di euro, quasi per intero bilanciati da maggiori spese correnti e in conto capitale. Il contributo più rilevante al contenimento della spesa proverrebbe dagli enti territoriali e dal comparto della sanità (7,4 miliardi di euro). Altri risparmi discenderebbero dalla razionalizzazione delle spese del bilancio dello Stato e delle spese in conto capitale (3,6 miliardi di euro). Nel settore

del pubblico impiego, invece, il complesso delle misure proposte porterebbe ad una maggiore spesa netta di 700 milioni di euro. Altre maggiori spese provengono dall'istituzione dei Fondi per incentivare sviluppo e ricerca (3,5 miliardi di euro), per la riforma del sistema degli assegni familiari (1,4 miliardi di euro), per il finanziamento delle missioni di pace (1,4 miliardi di euro), per i piani d'investimento di FS SpA (2 miliardi di euro).

**TAB. 3.9: La manovra sulle spese per il 2007 (miliardi di euro)**

	2007
<b>Minori spese</b>	<b>11,5</b>
- pubblico impiego	0,4
- spese delle amministrazioni pubbliche	0,2
- razionalizzazione – bilancio dello Stato	2,1
- Patto di stabilità interno	4,4
- sanità	3,0
- altre	0,3
- spese in conto capitale	1,5
<b>Maggiori spese correnti</b>	<b>8,2</b>
- pubblico impiego	1,1
- sviluppo e ricerca	1,4
- assegni familiari	1,4
- missioni di pace e forze armate	1,4
- altre	1,8
- tabelle A e C DDL finanziaria	1,1
<b>Maggiori spese in conto capitale</b>	<b>5,8</b>
- FS spa	2,0
- sviluppo e ricerca	1,9
- altre	0,4
- tabelle B e D DDL finanziaria	1,5
<b>Totale maggiori spese nette</b>	<b>2,5</b>

Nel complesso, la manovra sulla spesa origina 2,5 miliardi di euro di maggiori spese.

## 5. Elementi di valutazione

La manovra finanziaria proposta per il 2007 sta suscitando un dibattito, talora anche aspro, su



aspetti diversi. Può essere utile riprendere i punti principali della discussione, in modo da fornire al lettore qualche elemento di valutazione. Sembra opportuno partire dalle questioni di carattere più generale per poi passare ad analizzare aspetti più specifici.

**La composizione della manovra.** Tra i problemi di carattere generale rientrano le critiche rivolte alla composizione della manovra e l'aumento della pressione tributaria. Per ciò che riguarda la composizione della manovra, come molti hanno sottolineato, si tratta prevalentemente di una operazione che agisce dal lato delle entrate. Stando ai numeri, sono attesi 16,9 miliardi di euro di maggiori entrate nette per una correzione del deficit di 15 miliardi di euro. Come si è visto, la manovra complessiva sulla spesa produrrebbe maggiori spese per 2,5 miliardi di euro. Se, da un lato, è innegabile che il controllo dei flussi di spesa rappresenti un problema cruciale per il futuro della finanza pubblica, d'altro canto la storia della finanza pubblica italiana insegna che nessuna *vera* manovra di riduzione del disavanzo è mai stata effettuata prevalentemente dal lato delle spese. In alcuni settori (pubblico impiego e pensioni) il controllo della dinamica della spesa negli anni '90 è avvenuto in due fasi: all'attuazione di misure temporanee (si ricordino i reiterati blocchi degli aumenti delle retribuzioni dei dipendenti pubblici o degli adeguamenti delle pensioni e simili) hanno fatto seguito riforme strutturali, come quella della contrattazione nel pubblico impiego e le riforme delle pensioni. Valutati *ex post*, quasi tutti gli interventi attuati con le leggi finanziarie, con l'obiettivo di riduzione della spesa, hanno purtroppo condotto a risultati inferiori a quelli attesi. Non è una giustificazione, ma è un fatto statistico che nel nostro paese la riduzione delle spese genera, tra

le parti coinvolte nel processo decisionale, più conflitti di quanti ne provochi l'aumento delle entrate. Né è da escludere *ex ante* che alcune rilevanti riforme possano essere attuate al di fuori della legge finanziaria.

Per ciò che concerne l'aumento della pressione tributaria, le maggiori entrate tributarie attese dalla manovra sono state stimate in 10,8 miliardi di euro, pari allo 0,7% del PIL. Di questi, solo 1,2 miliardi di euro deriverebbero da aumenti di aliquote (revisione IRPEF, imposte indirette, IRAP per finanziare i disavanzi della sanità), quasi per intero bilanciati dalla proroga delle agevolazioni vigenti. La maggior parte, 7,7 miliardi di euro deriverebbe dall'azione di contrasto dei fenomeni di evasione ed elusione fiscale. Si tratterebbe comunque di maggiori entrate permanenti, che non richiedono, come invece accade nel caso dei condoni, di essere rimpiazzate negli anni successivi.

Resta poi l'incognita sul comportamento degli enti locali circa l'utilizzo dei margini di autonomia tributaria loro concessi. Ne potrebbe derivare un ulteriore aumento della pressione fiscale.

Infine, l'aumento della pressione tributaria per il secondo anno consecutivo pone qualche interrogativo sui potenziali effetti negativi sui livelli di attività economica.

**La revisione dell'IRPEF.** La proposta di revisione dell'imposta sui redditi personali ha scatenato discussioni e critiche, che riguardano diversi aspetti, alcuni di carattere generale – come l'entità dell'azione redistributiva – altri di carattere più tecnico – come il passaggio dalle deduzioni alle detrazioni.

In merito all'entità della revisione, certamente, come hanno sottolineato alcuni commentatori, la rilevanza quantitativa degli sgravi sui redditi più bassi è abbastanza modesta e resta aperto il

problema degli *incapienti*. Tra revisione IRPEF e riforma degli assegni familiari, le risorse messe a disposizione sono pari a circa 1 miliardo di euro. Ma esiste un vincolo di bilancio che impedisce al momento – stante le difficoltà che si incontrano nei tagli alla spesa – di attuare riforme di ampio respiro dell'IRPEF. Né sembra fosse percorribile la strada di finanziare ulteriori riduzioni di aliquote sui redditi più bassi con elevati aumenti di aliquote sui redditi medio-alti. Il passaggio dal sistema delle deduzioni a quello delle detrazioni non rappresenta un fatto negativo, anche se non viene eliminato il divario tra aliquote marginali tabellari e aliquote marginali effettive. Si sarebbero potuti incorporare nelle aliquote nominali gli effetti delle detrazioni per i redditi da lavoro e per le pensioni. Rispetto al sistema vigente, c'è comunque maggiore trasparenza e c'è anche il vantaggio di avere aliquote marginali sempre crescenti al crescere del reddito; inoltre le detrazioni sono anche più semplici da amministrare.

Questi primi interventi possono dunque, con un po' di obiettività, essere letti come un primo segnale delle intenzioni del Governo di razionalizzare e rendere più efficiente l'imposta, ma anche di farsi carico in futuro di una più ampia azione redistributiva.

***Enti locali e patto di stabilità interno.*** Si è sopra ricordato che il DDL finanziaria propone una nuova versione del Patto di stabilità interno, che ha generato vibrante proteste da parte dei sindaci, i quali hanno ventilato l'ipotesi di un taglio dei servizi offerti ai cittadini. Due osservazioni sembrano opportune al riguardo. Da un lato, è indubbio che il contributo al risanamento richiesto agli enti locali sia più rilevante di quello richiesto per il momento ad altri comparti della pubblica amministrazione. D'altro canto, le

nuove risorse derivanti dagli spazi di autonomia tributaria concessi agli enti locali dovrebbero essere più che sufficienti - almeno in aggregato - a mantenere inalterato il livello dei servizi pubblici locali. Ma il problema è che – dato il meccanismo di funzionamento del Patto - ciascun comune dovrebbe in media ridurre la propria spesa o aumentare i propri tributi nel 2007 per una percentuale pari a circa il 2,4% della spesa complessiva del 2006<sup>2</sup>. Per i comuni in disavanzo, l'aggiustamento sarebbe più o meno pari al doppio. Un aggiustamento attorno o superiore al 5% del bilancio in un anno richiede veramente grandi sforzi e aiuta a comprendere le forti critiche avanzate dai sindaci alla legge finanziaria.

Il patto non è perfetto, sotto altri profili. Come si è visto, a ciascun comune è richiesto un aggiustamento proporzionale alla sua spesa corrente. La scelta della spesa corrente come indicatore riflette probabilmente l'intento del Governo di non disincentivare la spesa in conto capitale. Ma ha degli inconvenienti. Si verifica, ad esempio, che due comuni con lo stesso saldo di bilancio, ma con una diversa composizione della spesa, contribuiscono all'aggiustamento in misura diversa, più elevata per i comuni con una spesa corrente più elevata. In secondo luogo, anche la spesa corrente – sebbene sia più stabile di quella in conto capitale – presenta variazioni considerevoli in funzione della dimensione territoriale dei comuni e tra singoli comuni. Ciò significa che il 3,4% di riduzione della spesa corrente per tutti i comuni può generare variazioni molto consistenti in termini di onere

---

<sup>2</sup> Poiché la spesa corrente è circa il 75% della spesa complessiva di un comune, e poiché è presumibile che la spesa complessiva dei comuni tra il 2004 e il 2006 sia cresciuta almeno in misura pari al tasso di inflazione cumulato nel biennio, ciò significa che l'aggiustamento richiesto nel 2007 rispetto al 2006 sia in media per i comuni attorno al 2,4% della propria spesa complessiva.

di aggiustamento. Forse si sarebbe potuto individuare un indicatore più oggettivo.

Un altro aspetto critico concerne le sanzioni. Si prevede infatti una sanzione che consiste nell'incremento automatico dello 0,3% dell'addizionale comunale all'IRPEF, a carico dei cittadini residenti nel comune inadempiente. Ciò significa che la sanzione scatta indipendentemente dall'entità della violazione del Patto e ciò non solo non è ragionevole, ma può introdurre un incentivo a *sfondare* in misura maggiore. Inoltre la punizione sarebbe a carico dei cittadini e non degli amministratori responsabili del mancato rispetto del Patto (che potrebbero essere successivamente sanzionati in sede elettorale). Sarebbe invece opportuno commisurare la sanzione al danno (come nel caso delle Regioni, per le quali è previsto che le addizionali crescano nella misura necessaria a finanziare i disavanzi sanitari) e comunque non accollarla solo ai cittadini.

In ogni caso, va sottolineato che le proposte del Governo in materia di autonomia tributaria degli enti locali vanno nella direzione di introdurre nel nostro sistema di finanza decentrata un maggiore collegamento tra responsabilità di spesa e responsabilità delle fonti di finanziamento della spesa stessa. L'esistenza di ampi spazi di autonomia finanziaria degli enti locali è infatti un requisito indispensabile per il corretto funzionamento di un sistema decentrato di finanza pubblica.

***Le delega per la tassazione delle attività finanziarie.*** Un acceso dibattito si è sviluppato anche sulla delega al Governo per il riordino della tassazione dei redditi delle attività finanziarie. In realtà, le proposte del legislatore sono il naturale completamento della riforma Visco, entrata in vigore il 1° luglio 1998.

In primo luogo, l'aliquota unica sui redditi degli investimenti finanziari era già allora stata indicata come obiettivo di medio periodo, per realizzare un modello di tassazione uniforme, al fine di garantire la neutralità del prelievo con il superamento di ogni forma di segmentazione nel trattamento fiscale dei redditi delle diverse attività finanziarie. L'aliquota proposta è pari al 20% - un livello intermedio tra quelle vigenti, del 12,5% e del 27% - in linea con i livelli di tassazione degli altri paesi europei e inferiore all'aliquota minima IRPEF, pari al 23%.

In secondo luogo, la riforma avrebbe l'obiettivo di equiparare gli attuali regimi di tassazione (del risparmio gestito, del risparmio amministrato e della dichiarazione), che si differenziano per le modalità di trattamento delle minusvalenze e per il momento in cui avviene la tassazione. Infatti, oggi solo il regime del risparmio gestito consente di dedurre minusvalenze e altre perdite anche da interessi e dividendi (negli altri regimi, la deducibilità delle minusvalenze è consentita solo nei confronti delle plusvalenze); inoltre, nel regime della dichiarazione e nel regime del risparmio amministrato, la tassazione avviene al momento del realizzo dei redditi e dei guadagni di capitale, mentre nel regime del risparmio gestito la tassazione avviene all'atto della maturazione. Infine un ulteriore obiettivo sarebbe quello di equiparare il trattamento degli OICVM (Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari) italiani e degli OICVM europei armonizzati, in quanto i primi sono attualmente tassati in capo al Fondo (espongono nei propri rendiconti i rendimenti al netto dell'imposta sostitutiva) e alla maturazione, mentre i secondi sono generalmente tassati in capo ai sottoscrittori (ed espongono i rendimenti al lordo dell'imposta) al momento del realizzo. Gli obiettivi della futura riforma sembrano dunque tutti condivisibili. I problemi riguardano



semmai le modalità con cui questi obiettivi saranno perseguiti.

Per quanto riguarda l'aliquota del 20%, la *Commissione di studio sulla tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria* ritiene infondato il timore che l'aumento del prelievo sugli interessi dei titoli di Stato possa tradursi in un aumento del costo del debito pubblico, anche perché i titoli pubblici sono collocati per il 75% presso soggetti non interessati dalla variazione delle aliquote, ovvero imprese e non residenti. La commissione stessa ha poi elaborato tre diverse proposte per l'armonizzazione dei regimi impositivi. Una prima opzione è quella di una riforma solo parziale, che si limiti ad armonizzare il trattamento degli OICVM italiani ed europei, con tassazione alla maturazione in capo ai percettori e applicazione di un meccanismo di equalizzazione al momento della cessione delle quote. In alternativa, il legislatore potrebbe procedere ad una vera e propria riforma, che si basi o sulla tassazione al realizzo o sul prelievo all'atto del realizzo. E qui si riapre il dibattito sui pro e contro di ciascuno dei due metodi. La tassazione al realizzo produce il cosiddetto *lock-in effect*, al fine di rimandare la tassazione, mentre incentiva ad anticipare la realizzazione delle minusvalenze, immediatamente deducibili. D'altro canto, la tassazione dei risultati maturati pone i noti problemi di valutazione dei risultati maturati e di liquidità per il pagamento delle imposte. Va comunque osservato che in nessun Paese europeo vige un sistema di tassazione sul maturato.

***Che cosa resterà della manovra?*** Nelle pagine precedenti è stata descritta e discussa la manovra predisposta dal Governo, prima che iniziasse l'iter di approvazione parlamentare. Sono anche

state discusse alcune delle misure che hanno suscitato le maggiori critiche e perplessità.

Il confronto (ancora in atto nel momento in cui scriviamo) tra Governo, partiti e parti sociali sta partorendo una manovra dai contenuti in parte diversi rispetto a quelli iniziali, mentre sembra restare inalterata (o forse aumentare, ma non per la parte di correzione netta del disavanzo) l'entità della manovra. Tra le modifiche che si profilano, sembra opportuno ricordare innanzitutto quelle relative all'IRPEF: il mantenimento della cosiddetta *clausola di salvaguardia* per i contribuenti con redditi inferiori a 40.000 euro (se la revisione dell'IRPEF dovesse penalizzarli, comunque non pagherebbero più imposte che nel regime vigente) e l'introduzione di un'aliquota del 45% per i redditi superiori a 150.000 euro. Per quanto riguarda il TFR, è stato siglato un accordo, secondo il quale sarebbero escluse dalle nuove norme le imprese fino a 50 dipendenti e sarebbero anticipate al 2007 le misure per compensare la perdita di liquidità delle imprese. Si prospettano inoltre la riduzione dell'aggiustamento richiesto agli enti locali e la sostituzione dell'aumento delle imposte ipotecarie e catastali con la reintroduzione dell'imposta di successione sui patrimoni superiori al milione di euro. Entrerebbe infine nel decreto legge collegato alla legge finanziaria l'adozione dell'aliquota unica del 20% sui redditi delle attività finanziarie. Altre correzioni, come di consueto, riguarderanno aspetti e settori più specifici.

Non c'è da stupirsi. Ogni anno la manovra finanziaria approvata dal Parlamento risulta in parte, anche su aspetti rilevanti, diversa da quella inizialmente proposta. È l'esito di un processo di confronto ma anche di contrattazione tra le parti coinvolte. Sembrano invece in taluni casi eccessive le critiche rivolte

a questa manovra finanziaria, che certamente non è perfetta, che non risolve di colpo i problemi della finanza pubblica italiana (nessuno finora c'è riuscito), ma almeno lancia dei segnali positivi in diverse direzioni. Ad esempio, non si profilano aumenti di entrate con misure *una tantum* come i condoni, c'è una esplicita attenzione per la questione distributiva, si va sulla strada di una maggiore autonomia tributaria degli enti locali. Ciò che invece la presente manovra non risolve riguarda la vera sfida (al momento rimandata al futuro) per la finanza pubblica italiana: vale a dire, l'attuazione di riforme strutturali capaci di porre sotto controllo la dinamica della spesa pubblica, in particolare della spesa corrente. Il controllo dei conti pubblici può infatti essere affidato solo temporaneamente all'aumento della pressione tributaria. Affinché la correzione del disavanzo sia strutturale, occorre agire anche dal lato della spesa, con interventi la cui efficacia perduri nel lungo periodo.



#### **4. CONCENTRAZIONE E CONCORRENZA NELL'INDUSTRIA BANCARIA EUROPEA**

Da oltre quindici anni le industrie bancarie europee hanno conosciuto rilevanti spinte alla concentrazione. Con i primi anni del nuovo millennio, tali spinte hanno valicato i confini nazionali, dando luogo ad un progressivo aumento del numero di operazioni di fusione ed acquisizione tra istituti creditizi di paesi diversi. La concentrazione dell'industria bancaria ha un impatto rilevante su diversi aspetti del funzionamento dei mercati finanziari: dalla trasmissione della politica monetaria alla stabilità finanziaria; dalla disponibilità di credito per il sistema produttivo, alla allocazione del rischio ed alla gestione della liquidità.

In questo capitolo, concentriamo l'attenzione sulle implicazioni del processo di consolidamento sull'assetto concorrenziale dell'industria bancaria. In primo luogo, perché il nesso di causalità tra concentrazione del mercato e concorrenza è informativo circa l'evoluzione e la natura del processo stesso di consolidamento. Una maggiore concentrazione del mercato potrebbe, infatti, condurre al consolidamento di posizioni "dominanti" e ad un deterioramento della concorrenza, ma al tempo stesso essere il risultato di una maggiore concorrenza, secondo l'ipotesi che vede la concentrazione come la risposta alla necessità per gli istituti di credito di crescere dimensionalmente al fine di realizzare guadagni di efficienza e rafforzare per questa via la propria competitività.

Vi sono, peraltro, molti altri profili rispetto ai quali la questione è importante. In generale, il grado di concorrenza in un'industria influisce in misura rilevante sul comportamento delle imprese, con conseguenze non trascurabili sulla società nel suo complesso. Esso ha un effetto sull'efficienza e sulla profittabilità delle

imprese, influenzandone i risultati economici e finanziari. Un aumento del livello di concorrenza determina tipicamente una riduzione dei costi associati ai servizi bancari ed un miglioramento della loro qualità, il che a sua volta ha evidentemente un impatto positivo sul benessere della collettività. Infine, il grado di concorrenza influisce sulla stabilità del sistema bancario, modificando le condizioni di accesso al credito. Emblematico, a questo proposito, è il caso dei paesi scandinavi, dove un miglioramento delle condizioni concorrenziali dell'industria bancaria ha notevolmente facilitato l'accesso al credito.

A dispetto dell'importanza ed apparente semplicità del concetto di concorrenza, non ne esiste una definizione sintetica, in grado di catturarne in modo esaustivo tutti gli aspetti rilevanti. Questo tipo di difficoltà ha determinato l'emergere di una pluralità di "misure" che valutano il grado di concorrenza di un'industria sulla base di un'unica variabile; ad esempio, il livello di concentrazione del mercato o l'andamento dei prezzi. Al di là delle difficoltà metodologiche associate alla costruzione di tali indicatori (spesso aggravate da una scarsa disponibilità di dati di buona qualità), misure di questo tipo, per la loro parzialità, possono dar luogo a risultati di difficile lettura ed in qualche misura contraddittori, come diverrà evidente nell'analisi che segue.

Diverse ragioni economiche possono essere invocate per spiegare l'inconsistenza spesso rilevata tra le diverse grandezze tradizionalmente utilizzate nella misurazione della concorrenza. Ad esempio, nonostante induca un aumento della concentrazione del mercato (che di per sé farebbe pensare ad un deterioramento delle condizioni concorrenziali), il processo di consolidamento potrebbe avere determinato un indebolimento di eventuali

accordi “collusivi” tra banche, aumentando il livello di concorrenza dell’industria. Allo stesso modo il progresso tecnologico, ampliando il raggio d’azione dell’attività bancaria, potrebbe avere determinato un aumento della dimensione ottima dell’impresa bancaria. Il consolidamento dell’industria, favorendo la crescita dimensionale degli istituti di credito, potrebbe pertanto avere generato un più elevato livello di efficienza economica, con una conseguente riduzione dei margini.

Considerazioni di questo tipo lasciano facilmente intravedere la problematicità dell’interpretazione dei risultati ottenuti utilizzando misure “specifiche” fondate sulla numerosità delle imprese operanti nel mercato, o sull’andamento dei margini. Più soddisfacente potrebbe essere il ricorso a misure che correlino direttamente il grado di concorrenza dell’industria all’efficienza ed alla profittabilità delle imprese che vi operano. Un primo esercizio in questa direzione è proposto alla fine del capitolo.

Il lavoro è organizzato come segue. Nella prima sezione è analizzato il processo di consolidamento dell’industria bancaria di cinque paesi europei – Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Spagna – a partire dalla metà degli anni Novanta e ne sono evidenziate le tendenze. La seconda si concentra sulla stima delle misure tradizionalmente adottate per valutare il grado di concorrenza dell’industria bancaria (concentrazione del mercato e margini) per i cinque paesi considerati nel periodo 1997-2004, enfatizzando le difficoltà concettuali ed i risultati contraddittori che sembrano derivarne. Infine, la terza sezione, concentrandosi sul periodo 1992-1999, esplora le relazioni tra efficienza e redditività, utilizzandole per costruire un nuovo indicatore che consenta di

caratterizzare, in termini più precisi rispetto agli indicatori comunemente adottati, il grado di concorrenza nell’industria bancaria dei diversi paesi.

## **1. Il processo di consolidamento nell’industria bancaria europea**

A partire dai primi anni Novanta, l’industria bancaria europea ha conosciuto un importante processo di consolidamento che ha portato ad una significativa riduzione del numero di banche. Tra il 1995 ed il 2004, il numero delle istituzioni creditizie nell’area dell’Euro è passato da 9.500 a 6.400 (BCE, “Consolidation and Diversification in the Euro Area Banking Sector”, *Monthly Bulletin*, maggio 2005). Come si può evincere dalla TAB.4.1, il processo di concentrazione ha interessato maggiormente i paesi con un numero elevato di istituzioni creditizie.

Ad esempio, tra il 1995 ed il 2004, la Germania ha sperimentato una riduzione del numero di istituzioni creditizie di oltre il 40% e la Francia di circa il 39%.<sup>1</sup> Il consolidamento è stato infatti guidato, in larga misura, dalla realizzazione di operazioni di fusione e di acquisizione (M&As), piuttosto che da processi di ristrutturazione.<sup>2</sup> Fin dal 1991, in coincidenza con la firma del Trattato costitutivo dell’Unione Europea, si è assistito ad un numero significativo di M&As;

---

<sup>1</sup> Alla riduzione del numero di istituzioni creditizie non si è, peraltro, accompagnata una riduzione nel numero di filiali, che è anzi considerevolmente aumentato in alcuni paesi (ad esempio, l’Italia), a suggerire come non si sia ancora assistito ad un compiuto processo di ristrutturazione dell’industria bancaria.

<sup>2</sup> Il consolidamento dell’industria passa anche attraverso l’acquisizione di partecipazioni azionarie di minoranza, che non hanno però conseguenze dirette sul numero di attori operanti sul mercato.

numero che è andato progressivamente aumentando nella seconda metà degli anni novanta. In questo periodo, per i quattro paesi dell'area Euro considerati, nella maggior parte dei casi si è trattato di operazioni a carattere locale che hanno interessato i singoli mercati nazionali e, almeno in una prima fase, coinvolto istituzioni di piccola e media dimensione. Solo nel caso della Spagna ben il 31,6% delle operazioni di fusione ed acquisizione effettuate nel periodo compreso tra il 1995 ed il 2004 ha avuto dimensione sovra-nazionale (TAB. 4.2); percentuale che si riduce a poco più del 20% nel caso francese e si mantiene ben al di sotto di tale percentuale in Germania ed Italia (dove si ferma al 12.2%).

**TAB. 4.1. Il consolidamento dell'industria bancaria: variazioni nel numero di istituzioni creditizie (IC) e numero di M&As tra il 1995 ed il 2004**

	Numero di IC - 1995	Numero di IC - 2004	Numero di M&As 1995-2004	di cui M&As cross border (%)
ITA	970	787	275	12,2
FRA	1469	897	157	21,3
GER	3785	2148	170	17,8
UK	564	413	143	44,8
SPA	506	346	95	31,6

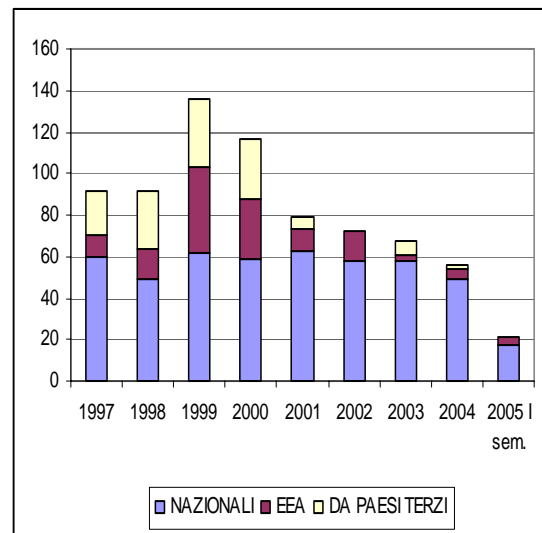
Fonti: BCE (2005), *Monthly Bulletin*, maggio; BCE (2005), *EU Banking Structures*; BCE (2000), *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*; BCE (1999), *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*.

Diverso è il caso inglese, per il quale dato l'elevato grado di internazionalizzazione del mercato bancario, le M&As cross-border sono tradizionalmente più significative, raggiungendo una percentuale prossima al 50% di tutte le operazioni effettuate.

Come si può notare osservando la FIG. 4.1, l'attività di M&As ha conosciuto un rallentamento a partire dal 2000, probabilmente accentuato dall'andamento relativamente

sfavorevole delle Borse e da una elevata incertezza di mercato. Ciò ha innescato un trend decrescente ancora in essere al primo semestre del 2005, che evidenzia come il processo di consolidamento dell'industria bancaria, nonostante non si sia esaurito, abbia ridotto il ritmo rispetto a quello che aveva caratterizzato la seconda metà degli anni Novanta.

**FIG. 4.1. Numero di operazioni di M&As in cinque paesi europei**



Fonti: BCE (2005), *EU Banking Structures* per gli anni 2001-2005; BCE (2004), *Report on EU Banking Structures* per gli anni precedenti.

Note: i paesi considerati sono Francia, Germania, Italia, Spagna, Regno Unito. Tra il 2004 ed il 2005 la BCE ha modificato i criteri di selezione delle banche incluse nel calcolo.

Ancorché ciò non sia evidente nel caso dei cinque paesi sui quali concentriamo la nostra attenzione, è importante osservare come, nell'area Euro nel suo complesso, il rallentamento nel processo di consolidamento degli ultimi anni sia attribuibile principalmente alla diminuzione del numero di operazioni di fusione ed acquisizione domestiche. Al contrario, le M&As a carattere sopranazionale sono aumentate rispetto al periodo 1993-1998 sia in termini relativi sia in termini assoluti, spiegando circa il 30% del numero ed il 24% del



valore di tutte le operazioni nel periodo più recente, rispetto al 20% del periodo precedente (si veda, in proposito, BCE, *EU Banking Structures*, 2005).

Nonostante ancora su livelli relativamente modesti e con rilevanti differenze tra i diversi mercati, il recente aumento delle M&As a carattere sopranazionale suggerisce l'emergere di una nuova tendenza nel consolidamento dell'industria bancaria europea, il cui baricentro sembra gradualmente spostarsi dal livello domestico a quello internazionale.

Vi sono diverse ragioni per cui ciò possa avvenire, molte delle quali non destinate ad esaurirsi nel breve termine. Al di là dell'ovvio impatto dell'introduzione dell'Euro in termini di unità di conto comune tra paesi diversi, una maggiore integrazione sui mercati finanziari, la preoccupazione per un'accresciuta concorrenza ed i possibili limiti alla concentrazione sui mercati domestici, nonché i potenziali benefici in termini di diversificazione del rischio e di generazione del reddito sono tutti motivi che possono spiegare l'aumentato interesse degli istituti bancari per la dimensione sopranazionale.<sup>3</sup>

Ciò non significa naturalmente che si siano esauriti gli spazi per un ulteriore consolidamento dei mercati nazionali (il caso italiano è emblematico in questo senso, con le annunciate operazioni tra Banca Intesa e San Paolo-IMI e tra Banca Popolare Italiana e Banco Popolare di Verona e Novara), ma suggerisce come l'acquisizione di una dimensione internazionale

---

<sup>3</sup> Filiali estere e sussidiarie contano, in media, per il 15% del mercato bancario dell'area Euro (ECB, *Monthly Bulletin*, May 2005). A ciò si aggiunge l'accresciuta importanza dell'attività diretta di raccolta ed impieghi a livello sopranazionale, che consente agli istituti creditizi di sfruttare opportunità di diversificazione senza sopportare i costi fissi associati ad una presenza diretta su un mercato estero.

sembri essere destinata a divenire sempre più centrale nella definizione dell'assetto dell'industria bancaria europea.

Al processo di consolidamento dell'industria bancaria hanno concorso fattori "esogeni" quali il favorevole quadro macroeconomico negli anni Novanta ed il rapido progresso tecnologico che ha consentito alle banche di estendere il proprio raggio di azione sfruttando le potenzialità offerte dalle tecnologie informatiche e di comunicazione. In un contesto favorevole di questo tipo, non sono poi mancate spinte al consolidamento endogene all'industria. Da più parti è stato sottolineato come la possibilità di realizzare guadagni di efficienza e sinergie attraverso lo sfruttamento di economie di scala e di diversificazione possa avere agito da volano per la concentrazione dell'industria. Quest'ultima potrebbe poi anche essere interpretata come l'esito di un processo strategico in risposta all'aumento dimensionale delle banche concorrenti o all'aumento delle dimensioni delle imprese affidate.<sup>4</sup>

Peraltro, se osservazioni di questo tipo sono di evidente rilevanza qualora si consideri il processo di consolidamento interno a ciascun paese, esse appaiono più problematiche quando ci si concentri sulle M&As *cross border*, e ciò principalmente a causa delle diversità culturali ed istituzionali, delle diverse regole che presidono al funzionamento del settore bancario, delle rigidità sui mercati del lavoro nazionali, nonché delle specificità dei prodotti nei diversi paesi; tutti fattori che riducono le possibilità di beneficiare di economie di scala e diversificazione.

---

<sup>4</sup> Si veda, in proposito, L. Colombo e G. Turati (revisione 2006), "Banking Industry Consolidation and Macroeconomic Differences", *Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie "G. Prato"*, n. 80, Università degli Studi di Torino.



Nonostante ciò, come già argomentato in precedenza, non è difficile individuare ragioni favorevoli al consolidamento dell'industria bancaria a livello internazionale: dalla riduzione del rischio bancario realizzabile attraverso strategie di diversificazione geografica, all'implementazione di strategie tese ad acquisire quote di mercato o consolidare la propria posizione sul mercato internazionale; dalle possibilità di crescere sfuggendo ai vincoli imposti da mercati domestici già altamente concentrati, fino allo sfruttamento delle opportunità offerte dal mutato quadro della regolazione dell'industria (con i cambiamenti associati a Basilea II, alla Direttiva sui Conglomerati Finanziari, o all'implementazione degli *International Financial Reporting Standards*).

Se esiste un consenso diffuso, almeno in termini qualitativi, circa le determinanti del processo di consolidamento dell'industria bancaria europea, molto meno chiare sono le implicazioni di tale processo, in particolare quando se ne consideri la dimensione *cross border*.

Le conseguenze della concentrazione dell'industria bancaria possono essere molteplici: dai possibili effetti negativi sulla concessione di credito alle piccole e medie imprese (peraltro modesti, o addirittura assenti, stando all'evidenza empirica disponibile), a quelli di un accresciuto rischio aggregato e di maggiori esigenze di liquidità (associate all'aumento delle riserve interne che potrebbe essere indotto da un aumento del costo del rifinanziamento); dagli effetti sulla stabilità del sistema finanziario legati alla formazione di grandi conglomerati finanziari, a quelli sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria che potrebbero essere indotti da cambiamenti nel comportamento delle banche.

Nel presente lavoro ci limitiamo ad analizzare le implicazioni del processo di consolidamento sull'assetto concorrenziale delle industrie bancarie dei paesi considerati. La riduzione del numero di banche verificatasi a partire dai primi anni Novanta è stata accompagnata da un aumento della dimensione media degli istituti creditizi europei e da un aumento della concentrazione sui diversi mercati nazionali, il che è comunemente ritenuto (in particolare nella prospettiva antitrust) indicativo di una diminuita concorrenza.<sup>5</sup> Nonostante ciò è da più parti sottolineato come le condizioni concorrenziali dell'industria non sembrano affatto essersi deteriorate, ma siano anzi migliorate. In particolare, i margini di interesse netti si sono ridotti significativamente anche sui mercati più concentrati, a suggerire come l'industria bancaria nel suo complesso sia di fatto caratterizzata da un certo grado di contendibilità. Queste considerazioni sono sufficienti a fare emergere un problema interpretativo nella valutazione dell'impatto concorrenziale del processo di consolidamento. Nelle pagine che seguono, derivando per i cinque paesi oggetto d'indagine le più comuni misure tra quelle tradizionalmente adottate per valutare il grado di concorrenza del mercato bancario, porremo con chiarezza la portata di tale problema, sottolineando come le misure tradizionalmente utilizzate per identificare il grado di concorrenza di un'industria possano prestarsi ad interpretazioni contraddittorie.

---

<sup>5</sup> Il totale delle poste attive di bilancio per l'istituzione creditizia media nell'area Euro è aumentato da 1,5 miliardi di Euro a circa 3 miliardi di Euro tra il 1995 ed il 2003. La quota di mercato delle prime 5 banche sul mercato bancario dei più piccoli paesi dell'area Euro è tipicamente superiore al 60% (cfr. BCE, "Consolidation and Diversification in the Euro Area Banking Sector", *Monthly Bulletin*, maggio 2005).

## 2. Indicatori di concentrazione e concorrenza sui mercati bancari di alcuni paesi europei<sup>6</sup>

Questa sezione del lavoro definisce e stima i principali indicatori “tradizionali” di concentrazione e di concorrenza per i cinque mercati bancari presi in considerazione. Da un lato, ci si sofferma su misure dirette della concentrazione del mercato, quali gli indici di Herfindahl-Hirschmann ed i rapporti di concentrazione. Un aumento di tali indici è tradizionalmente interpretato (anche dalle Autorità Antitrust) come indicatore di un deterioramento delle condizioni concorrenziali. D’altro lato si considera la dinamica dei margini bancari, una riduzione dei quali è tipicamente interpretata come conseguenza dell’aumento del grado di concorrenzialità del mercato.

*Indici di concentrazione.* L’indice di Herfindahl-Hirschmann (IHH) è definito come la somma delle quote di mercato al quadrato delle imprese appartenenti all’industria.<sup>7</sup> I rapporti di concentrazione C(3) e C(5) sono, invece, definiti come la somma delle quote di mercato rispettivamente delle prime tre e delle prime cinque banche appartenenti a ciascuna industria nazionale.

---

<sup>6</sup> L’analisi proposta in queste pagine prende le mosse dai risultati di una ricerca avviata in collaborazione con Giuseppe Vulpes e Marco Gentile di *UniCredit Research*.

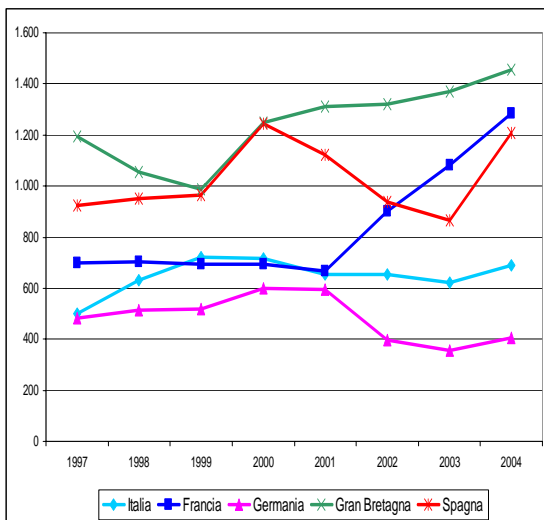
<sup>7</sup> Nelle *Horizontal Mergers Guidelines*, il *Department of Justice* degli U.S.A. classifica in via automatica i mercati come non concentrati (e in questo caso autorizza un’operazione di concentrazione senza procedere ad ulteriori indagini), moderatamente concentrati e altamente concentrati sulla base dei valori assunti da IHH (rispettivamente  $IHH < 1000$ ;  $1000 < IHH < 1800$ ,  $IHH > 1800$ ). Soglie simili sono individuate nelle *Guidelines* europee (rispettivamente  $IHH < 1000$ ;  $1000 < IHH < 2000$ ,  $IHH > 2000$ ).

Nella costruzione di tali indici per i cinque mercati europei studiati si è fatto riferimento ad un campione di banche estratto dal database *BankScope* per le quali è stato considerato l’aggregato dei prestiti (*Loans*) al 31 dicembre di ogni anno, dal 1997 al 2004. Dal punto di vista metodologico, si sono utilizzate due diverse definizioni di “mercato bancario” rilevante, costruendo due campioni, uno più esteso (contenente tutte le categorie di istituzioni creditizie disponibili: *Bank Holding & Holding Company, Commercial Bank, Cooperative Bank, Investment Bank / Securities House, Medium & Long Term Credit Bank, Non-banking Credit Institution, Savings Bank, Specialised Governmental Credit Institution*), ed uno ristretto alle istituzioni che operano principalmente sui segmenti tradizionali (*Bank Holding & Holding Company, Commercial Bank, Cooperative Bank, Savings Bank*). Inoltre, sono stati considerati sia dati tratti da bilanci consolidati, sia dati tratti da bilanci non consolidati. La “reale” misura della concentrazione del mercato è probabilmente compresa nell’intervallo definito dagli indicatori fondati sui dati consolidati (estremo superiore) e dagli indicatori basati su quelli non consolidati (estremo inferiore). Questo intervallo può quindi essere interpretato come una sorta di “intervallo di confidenza”. Infatti, da un lato, i dati consolidati (non consentendo di separare l’attività delle filiali estere) potrebbero portare ad una sovrastima dell’effettiva concentrazione del settore. Dall’altro, i dati non consolidati (ignorando i legami di gruppo) conducono necessariamente ad una sottostima. Si noti, inoltre, che nella costruzione delle misure di concentrazione, il mercato rilevante dal punto di vista geografico è stato considerato quello nazionale, così che ciascuna misura tiene conto

del grado di concentrazione dei mercati dei singoli paesi.

È importante osservare che si pongono almeno due problemi di misura nella derivazione degli indici, che possono indurre distorsioni nelle stime: il primo legato alla mancanza di osservazioni, specie per le imprese di piccola e media dimensione; il secondo relativo alla individuazione degli assetti proprietari delle imprese bancarie nella ricostruzione dei dati consolidati.

**FIG. 4.2. Indice di Herfindahl per cinque paesi europei (1997-2004): campione ristretto, bilanci consolidati**

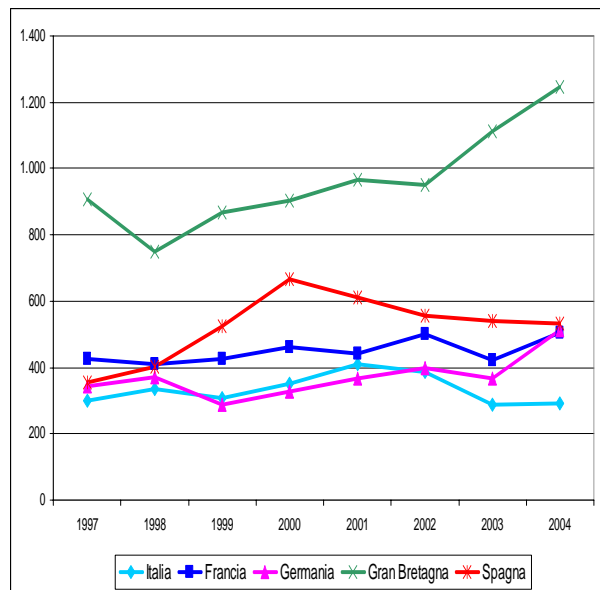


Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BankScope.

La FIG. 4.2, realizzata considerando il campione ristretto ed i dati consolidati, illustra due fatti stilizzati: primo, l'industria bancaria del Regno Unito evidenzia un livello di concentrazione sistematicamente più elevato di quello riscontrato negli altri paesi; secondo, le industrie bancarie tedesca e italiana appaiono ancora fortemente frammentate, nonostante il marcato processo di consolidamento osservato nella seconda metà degli anni Novanta.

A conclusioni sostanzialmente analoghe si giunge considerando sempre il campione ristretto, ma utilizzando questa volta i dati tratti dai bilanci non consolidati (FIG. 4.3). Come è naturale attendersi, il livello della concentrazione risulta ora più basso in tutti i paesi. È, peraltro, interessante notare come il mercato del Regno Unito appaia ora caratterizzato da un livello di concentrazione decisamente maggiore rispetto a quello di tutte le altre industrie bancarie prese in esame.

**FIG. 4.3. Indice di Herfindahl per cinque paesi europei (1997-2004): campione ristretto, bilanci non consolidati**



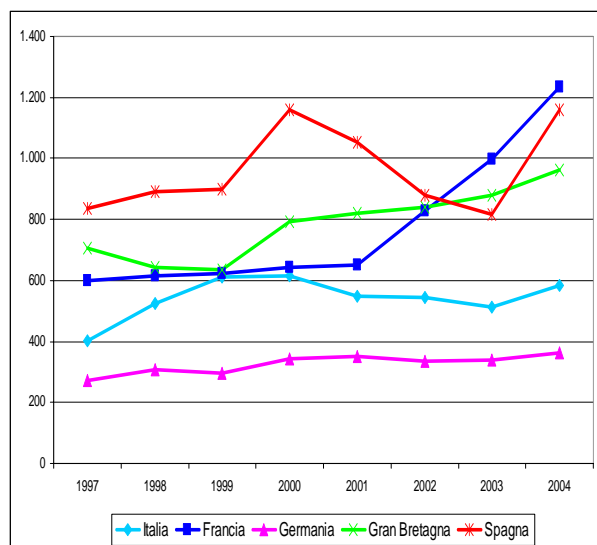
Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BankScope.

Tuttavia, passando dal campione ristretto a quello esteso, le conclusioni appena richiamate non sono sempre confermate. In particolare, utilizzando i dati tratti dai bilanci consolidati, alla fine del periodo considerato, le industrie bancarie francesi e spagnole appaiono essere più concentrate rispetto a quelle degli altri paesi (FIG. 4.4).

Utilizzando invece dati di bilancio non consolidati, è ancora una volta il Regno Unito a

mostrare il valore maggiore di IHH, nonostante la rilevante crescita nei livelli di concentrazione del mercato osservata in Spagna (FIG. 4.5).

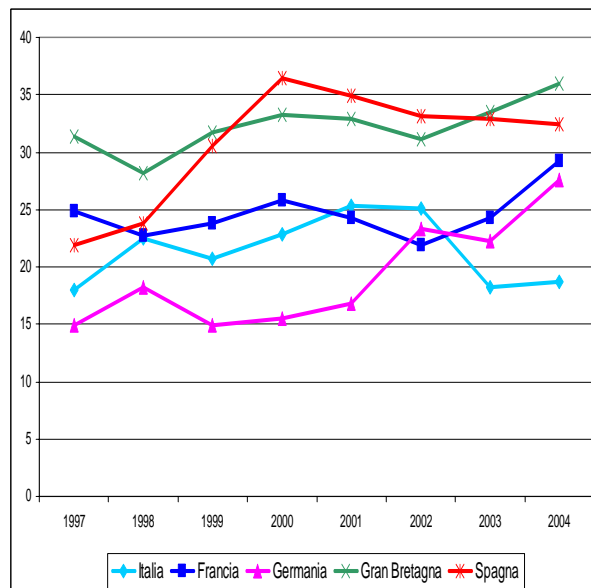
**FIG. 4.4. Indice di Herfindahl per cinque paesi europei (1997-2004): campione esteso, bilanci consolidati**



Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BankScope.

Per quanto riguarda l'industria bancaria italiana, le stime del grado di concentrazione del mercato supportano, sia a livello di bilanci consolidati sia a livello di bilanci non consolidati, sia considerando il campione esteso sia quello ristretto, due fatti stilizzati: un livello della concentrazione tra i più bassi (quando non il più basso) tra i paesi considerati ed un aumento della concentrazione alla fine degli anni Novanta, seguito da una tendenza alla diminuzione nei primi anni del nuovo millennio. Quest'ultimo risultato relativo alla dinamica del grado di concentrazione è coerente con le caratteristiche del processo di consolidamento dell'industria bancaria che, dopo una rilevante ondata di M&As alla fine degli anni Novanta, ha conosciuto un significativo rallentamento. È interessante osservare come questa sia una caratteristica comune ad altre industrie bancarie

**FIG. 4.5. Indice di Herfindahl per cinque paesi europei (1997-2004): campione esteso, bilanci non consolidati**



Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BankScope.

europee (si veda la precedente FIG. 4.1), come del resto evidenziato dall'andamento di IHH in altri paesi europei (come, per esempio, la Spagna).

Considerazioni sostanzialmente in linea con quelle ottenute dalla stima di IHH emergono dall'analisi dei rapporti di concentrazione. Focalizzando l'attenzione sulle quote di mercato delle tre principali imprese di ogni paese e calcolando quindi l'indice C(3), dall'analisi del campione ristretto su dati consolidati emerge che il livello più elevato di concentrazione è quello che caratterizza l'industria del Regno Unito, seguito da quelle di Francia e Spagna (TAB. 4.2). Ancora una volta i mercati tedesco e italiano appaiono come poco concentrati. Gli indici calcolati su dati non consolidati confermano la sostanziale differenza tra la concentrazione nel mercato inglese e quella degli altri mercati, con il mercato tedesco che

evidenza ora un livello di concentrazione simile a quello osservato in Francia e Spagna.

**TAB. 4.2. Indice C(3) per cinque paesi europei (1997-2004): campione ristretto**

Paesi	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Dati consolidati</b>								
ITA	28,51	34,74	38,03	38,38	37,10	36,76	36,15	38,28
FRA	38,05	37,93	38,63	38,78	38,21	44,23	47,53	51,22
GER	30,16	34,09	34,49	37,04	36,54	28,66	25,88	27,21
UK	51,15	44,97	43,27	50,80	52,37	53,19	55,91	58,25
SPA	45,63	46,14	46,59	54,17	51,30	47,12	45,37	51,57
<b>Dati non consolidati</b>								
ITA	21,24	22,69	20,95	24,05	28,11	27,96	21,92	21,40
FRA	28,28	25,49	26,55	28,66	27,72	28,84	27,18	31,95
GER	26,20	29,65	24,77	26,95	29,02	30,55	27,46	33,26
UK	43,83	37,58	43,13	44,03	43,82	43,89	48,58	52,79
SPA	24,75	25,78	33,17	38,92	37,00	34,99	34,57	33,79

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BankScope.

**TAB. 4.3. Indice C(3) per cinque paesi europei (1997-2004): campione esteso**

Paesi	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Dati consolidati</b>								
ITA	25,02	29,79	34,14	33,92	32,09	31,53	31,83	34,65
FRA	34,97	35,20	36,47	37,27	37,76	42,25	45,43	50,23
GER	20,19	23,19	22,78	25,06	24,93	24,24	24,10	25,00
UK	34,66	32,82	32,65	38,50	39,78	40,94	43,50	46,16
SPA	43,03	44,32	44,75	52,02	49,48	45,49	43,91	50,43
<b>Dati non consolidati</b>								
ITA	18,02	22,51	20,66	22,78	25,34	25,08	18,28	18,72
FRA	24,86	22,75	23,77	25,74	24,21	21,89	24,25	29,27
GER	14,94	18,18	14,92	15,46	16,83	23,30	22,29	27,62
UK	31,33	28,17	31,76	33,27	32,92	31,16	33,47	35,97
SPA	21,94	23,80	30,56	36,50	34,96	33,16	32,91	32,46

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BankScope.

In tutti i paesi oggetto di indagine si rileva inoltre una tendenza all'aumento della quota di mercato dei primi tre *player* (con l'eccezione della Germania quando si utilizzino i dati

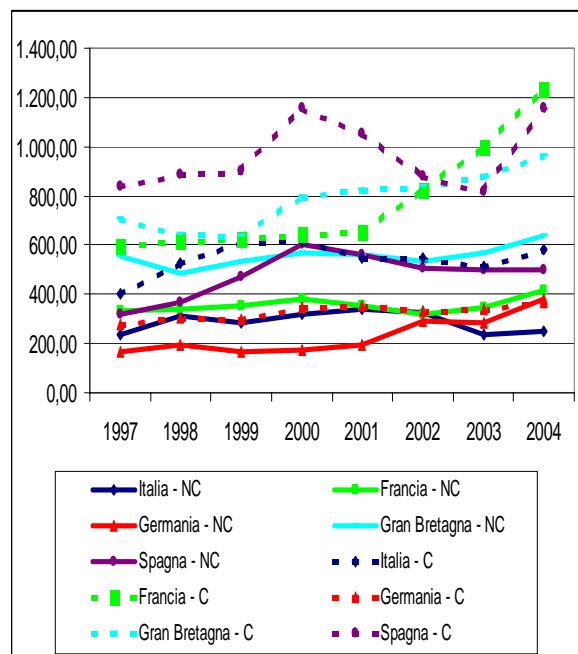
consolidati). A conclusioni simili si perviene sulla base delle stime fondate sul campione esteso con dati consolidati, eccetto per il fatto che i mercati francese e spagnolo appaiono ora più concentrati rispetto a quello inglese (TAB. 4.3). Molto meno concentrati rispetto agli altri, continuano invece ad essere i mercati tedesco ed italiano.

Anche nel caso dell'indice C(3), come già ottenuto per IHH, la maggiore concentrazione delle industrie bancarie francese e spagnola rispetto a quella inglese non è confermata utilizzando i dati non consolidati. Inoltre, a fronte di un *trend* crescente della concentrazione in tutti i paesi, è interessante notare come le due industrie meno concentrate – quella tedesca e italiana – abbiano conosciuto dinamiche radicalmente diverse: nel periodo considerato, la quota di mercato delle prime tre istituzioni creditizie è quasi raddoppiata in Germania, mentre è rimasta pressoché invariata in Italia<sup>8</sup>.

Dall'analisi dei tradizionali indici di concentrazione del mercato emergono essenzialmente due conclusioni generali. In primo luogo, i livelli di concentrazione appaiono più elevati nel Regno Unito rispetto a tutti gli altri paesi e modesti per i mercati tedesco e italiano. In secondo luogo, pur con dinamiche molto differenziate, emerge una sostanziale tendenza all'aumento del livello di concentrazione sui singoli mercati nazionali. È, tuttavia, interessante valutare tali conclusioni considerando congiuntamente le indicazioni fornite per ciascun paese dalle stime ottenute utilizzando dati consolidati e non consolidati.

<sup>8</sup> La stima dei rapporti di concentrazione C(5) conduce a risultati essenzialmente sovrapponibili a quelli ottenuti per il rapporto C(3) ed è qui omessa per ragioni di brevità.

**FIG. 4.6. Indici di Herfindahl per cinque paesi europei (1997-2004): campione esteso, bilanci consolidati (C) e non consolidati (NC)**



Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BankScope.

Come già notato, le due serie forniscono una sorta di “intervallo di confidenza”. In questa prospettiva è facile osservare come si tratti di intervalli spesso sovrapposti, così che risulta di fatto difficile argomentare circa la *significatività* delle differenze dei livelli di concentrazione nei diversi paesi. Dalla FIG. 4.6 emerge chiaramente come le stime per la Germania indichino un intervallo di valori di IHH inferiore rispetto a quello di tutti gli altri paesi, i cui intervalli sono invece in larga misura sovrapposti, ad indicare una difficoltà logica nell’individuare univocamente i rapporti relativi tra i gradi di concentrazione dei diversi mercati. Vale altresì la pena osservare che le conclusioni da noi ottenute (valutando la concentrazione con riferimento al mercato dei prestiti) sono qualitativamente in linea con quelle ottenute dalla Banca Centrale Europea in riferimento al

totale dei fondi intermediati, con l’eccezione del caso inglese (TAB. 4.4).

**TAB. 4.4. Indice di Herfindahl per cinque paesi europei (1997-2004) sul totale dei fondi intermediati**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ITA	201	210	220	190	260	270	240	230
FRA	449	485	509	587	606	551	597	623
GER	114	133	140	151	158	163	173	178
UK	208	221	250	264	282	307	347	376
SPA	285	329	441	581	551	529	521	482

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati BCE.

Le discrepanze tra i nostri indici e quelli della BCE sono in parte riconducibili al fatto che la BCE considera il totale dell’attivo calcolato utilizzando bilanci non consolidati. In particolare, la BCE considera come banche del Regno Unito anche le filiali di banche estere con una elevata operatività in titoli, che lavorano prevalentemente nel segmento dell’*investment banking*. Il calcolo di IHH sul totale dell’attivo tende pertanto a sottostimare il grado di concentrazione rispetto a quello che si otterrebbe calcolando l’indice sui prestiti.

*Margini bancari.* Un secondo gruppo di indicatori delle condizioni concorrenziali dell’industria bancaria fa riferimento al livello dei margini. In particolare, ci si concentra qui sul margine complessivo, nonché su indicatori disaggregati quali il *mark-up* sui prestiti e il *mark-down* sui depositi. La costruzione di indici relativi ai margini è particolarmente problematica dal punto di vista metodologico, soprattutto ai fini della confrontabilità delle misure ottenute per i diversi paesi. A partire dal 2003, tuttavia, sono disponibili serie *armonizzate* sui tassi di interesse pubblicate dalla BCE e dalle banche centrali dell’area Euro, comprendenti oltre 40 serie riferite a tassi di

interesse sulle consistenze e sui flussi. Utilizzando queste serie (e tralasciando qui, per semplicità, i dettagli nella ricostruzione di dati omogenei per ciascun paese) si sono calcolati tassi medi ponderati sui depositi e sui prestiti, con pesi definiti dai volumi negoziati delle diverse tipologie di strumento finanziario.

Prima del gennaio 2003, invece, si è posto un serio problema metodologico legato alla mancanza di serie storiche armonizzate. Lo stesso problema si pone, per ovvie ragioni, per le statistiche sui tassi di interesse per il Regno Unito, che sono necessariamente non armonizzate e, pertanto, non immediatamente confrontabili con quelle degli altri paesi inclusi nell'analisi. Al fine di superare tale difficoltà, si sono rese necessarie alcune ipotesi semplificatrici. In particolare, la soluzione adottata è stata quella di individuare le serie non armonizzate più "vicine" alle serie armonizzate di riferimento, in termini di scadenza e forma tecnica dello strumento.

Una volta affrontati i problemi di carattere metodologico, si sono calcolate diverse misure dei margini sui prestiti e dei margini sui depositi. In particolare, per ciò che riguarda i prestiti, si sono costruite misure del *mark-up* sui prestiti alle famiglie ed alle imprese non finanziarie; per ciò che riguarda i depositi si sono invece costruite misure del *mark-down* sui depositi *overnight*, sui depositi con scadenza fino a due anni e sui depositi con scadenza oltre i due anni<sup>9</sup>. Si sono poi calcolate misure aggregate del *mark-up* complessivo sui prestiti e del *mark-down* complessivo sui depositi, ottenute come medie ponderate delle singole misure di *mark-up* e *mark-down*, con pesi dati dalle relative consistenze di prestiti e depositi.

<sup>9</sup> Per il Regno Unito si è calcolato un unico *mark-down* sui depositi con diversa scadenza, a causa della non disponibilità di alcune serie.

Naturalmente, per il calcolo dei due margini si è resa necessaria la scelta di appropriati tassi di mercato di riferimento per le diverse scadenze. Non essendo tuttavia pubblicamente disponibili informazioni precise sulla maturità media delle poste attive e passive dei bilanci bancari nei diversi paesi, si sono considerate scadenze "convenzionali" ed i corrispondenti tassi ufficiali di riferimento.

Le TABB. 4.5 e 4.6 raccolgono le stime del *mark-up* e del *mark-down* complessivi sui prestiti e sui depositi, calcolati rispettivamente come differenze tra il tasso medio stimato sui prestiti ed il tasso di riferimento e tra il tasso di riferimento ed il tasso medio stimato sui depositi.

**TAB. 4.5. Mark-up (1998-2004)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	II sem						
ITA	4,04	1,92	1,78	3,00	2,07	2,37	1,91
FRA	1,38	0,90	0,41	1,28	0,95	1,56	1,42
GER	2,14	2,07	1,87	2,16	2,13	2,38	2,20
UK	-	3,94	3,54	3,63	2,76	2,90	2,49
SPA	2,30	1,32	1,04	1,84	1,21	1,40	0,81

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati Banche Centrali Nazionali.

**TAB. 4.6. Mark-down (1998-2004)**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	II sem						
ITA	1,11	1,29	2,29	1,52	1,50	0,97	1,18
FRA	1,23	1,29	2,39	1,71	1,50	0,51	0,62
GER	0,18	0,36	0,90	0,44	0,61	0,12	0,28
UK	-	1,64	1,91	1,07	1,54	1,20	1,58
SPA	1,85	1,83	2,71	1,93	1,64	1,02	1,15

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati Banche Centrali Nazionali.

Dalla TAB. 4.5 emerge che, pur essendo sensibilmente diverso tra i paesi considerati, il livello del *mark-up* si è progressivamente ridotto nel periodo considerato, evidenziando una



tendenza alla convergenza. Più precisamente, il *range* di variazione dell'indice all'inizio del periodo (secondo semestre 1998) varia tra il 4,04% dell'Italia e il 1,38% della Francia, mentre a fine periodo è compreso tra il 2,49% del Regno Unito e lo 0,81% della Spagna. I mercati francese e tedesco sembrano essere caratterizzati da una relativa stabilità del livello del *mark-up*, che si è invece ridotto in misura significativa in Spagna. È interessante notare poi come il mercato inglese sia caratterizzato da un *mark-up* sistematicamente più elevato rispetto ai valori osservati negli altri quattro paesi appartenenti all'area dell'Euro. Vale peraltro la pena osservare che il dato inglese risente con ogni probabilità dell'assenza di statistiche armonizzate sui tassi e della possibile rilevanza di fattori sistematici diversi, almeno in parte, rispetto a quelli che hanno influenzato l'area Euro (ad esempio, la diversa *stance* della politica monetaria della Bank of England a partire dalla seconda metà del 2003, rispetto a quella della BCE).

Sia le variazioni che i livelli, del *mark-down* sembrano essere più contenuti rispetto a quelle osservate per il *mark-up* (TAB. 4.6). Non si nota, inoltre, una tendenza alla convergenza del valore dei margini fra i diversi paesi. In particolare, solo le industrie bancarie di Francia e Spagna hanno sperimentato una sensibile contrazione del margine sui depositi, che ha invece mostrato una tendenza all'aumento - pur con sensibili variazioni da un anno all'altro - in Germania e, in qualche misura, anche nel nostro paese. Il mercato tedesco è, peraltro, quello dove si registra il livello più contenuto del margine nell'intero periodo, mentre il livello del *mark-down* più elevato è quello che caratterizza l'industria bancaria spagnola (ad eccezione del Regno Unito per il 2003 ed il 2004, cui devono però applicarsi i *caveat* di cui si è scritto sopra).

I diversi livelli di *mark-up* e *mark-down* sembrano riflettere differenze strutturali nei mercati degli impieghi e della raccolta all'interno di ciascun paese, nonché differenze nei livelli dei tassi attivi e passivi praticati nei diversi paesi. Ad esempio, nel 2004, all'interno dell'area Euro, i prestiti erano in media sensibilmente più costosi in Germania ed in Italia che non in Francia ed in Spagna; mentre i depositi erano maggiormente remunerati in Francia ed in Germania che non in Italia e Spagna (TAB. 4.7).

**TAB. 4.7. Tassi bancari medi (2004)  
valori percentuali**

	ITA	FRA	GER	UK	SPA
Prestiti famiglie	5,71	4,81	5,75	8,33	4,25
Prestiti società non finanziarie	4,39	4,11	5,00	6,05	3,40
Prestiti (media)	4,86	4,40	5,49	7,77	3,85
Depositi a vista	0,68	0,16	1,13	2,96	0,45
Depositi fino a 2 anni	1,52	2,53	1,95	-	1,87
Depositi oltre i 2 anni	3,63	3,61	3,27	-	2,45
Depositi (media)	1,09	1,86	2,19	3,43	1,12

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati Banche Centrali Nazionali e BCE.

Le differenze nel livello dei tassi possono naturalmente essere spiegate da una molteplicità di fattori: la diversità dei costi operativi, il grado di efficienza nell'attività di intermediazione, le modalità attraverso le quali l'attività bancaria è esercitata (ad esempio, l'utilizzo di canali di distribuzione innovativi o di nuove tecnologie e l'intensità relativa nell'utilizzo dei fattori produttivi), la diversa struttura della domanda, sia in termini di localizzazione geografica sia di prodotti e servizi richiesti,<sup>10</sup> nonché la rischiosità

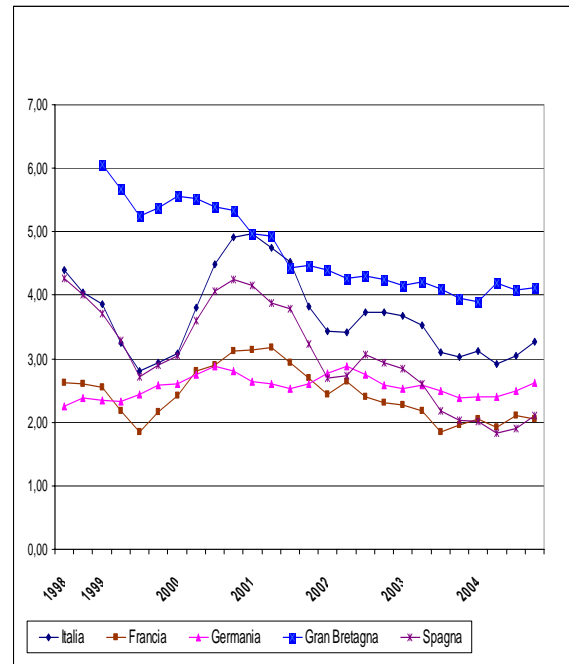
<sup>10</sup> Le tipologie di prodotti domandate nei diversi paesi possono generare significative variazioni nei livelli dei tassi medi stimati, come recentemente sottolineato dalla Banca Centrale Europea (cfr. BCE, "The Use of Harmonised Interest Rate Statistics",

della domanda, sia in termini di opacità dell'informazione a disposizione delle banche, sia di incidenza delle garanzie collaterali. Una maggiore dipendenza delle imprese dal credito bancario è spesso associata, da un lato, ad un maggiore costo del finanziamento e, dall'altro, ad una maggiore stabilità delle fonti di approvvigionamento nelle fasi recessive. La maggiore dipendenza dal credito bancario in Germania ed Italia può contribuire a spiegare proprio il più elevato costo dei prestiti in tali paesi.

Una questione di grande rilievo attiene alle possibili reazioni delle imprese bancarie a fronte di modifiche nei tassi di riferimento. Se è noto che le banche reagiscono in modo asimmetrico a variazioni dei tassi, non è chiaro se esse adottino strategie di sterilizzazione degli *shock*, modificando opportunamente i margini nel tentativo di mantenere invariata la propria redditività. In questo senso, particolarmente informativo è il confronto tra i margini complessivi (definiti come la somma di *mark-up* e *mark-down*) nei diversi paesi. La FIG. 4.7 evidenzia l'esistenza di un certo grado di correlazione nella dinamica del margine complessivo tra Italia, Francia e Spagna, a suggerire probabilmente un maggiore livello di integrazione tra i mercati della raccolta e degli impieghi di questi tre paesi, rispetto a quelli di Germania e Regno Unito. All'interno dell'area Euro, il livello del margine complessivo è sistematicamente più elevato in Italia (con un valore medio tra il 1998 e il 2004 del 3,61%) ed in Spagna (con un valore medio del 3,15%, un dato sintetico che nasconde però una significativa riduzione dal 4,14% nel secondo semestre 1998 al 1,96% nel 2004), rispetto a

Francia e Germania (con livelli medi rispettivamente pari al 2,45% e al 2,55%).

**FIG. 4.7. Margine complessivo (1998-2004) valori percentuali**



Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati Banche Centrali Nazionali.

Il trend del margine complessivo è chiaramente decrescente in tutti i paesi, con l'eccezione della Germania. Se il caso inglese non è immediatamente confrontabile con gli altri per l'inesistenza di serie armonizzate, quello tedesco sembra essere coerente con l'ipotesi di sterilizzazione delle variazioni nei tassi di mercato di riferimento.

La pressoché generalizzata tendenza alla riduzione del margine complessivo è probabilmente dovuta ad una pluralità di fattori, alcuni esogeni (ad esempio, la riduzione dei tassi di mercato), altri endogeni all'industria. Tra questi ultimi, un ruolo importante potrebbe essere stato giocato dalla riduzione dei costi operativi e dallo spostamento della redditività verso le commissioni da servizi.

*Monthly Bulletin*, luglio 2005). Si pensi ad esempio ai costi aggiuntivi rispetto al tasso di interesse base, come la commissione di massimo scoperto sui prestiti in conto corrente.

Infine, vale la pena sottolineare ancora una volta che la riduzione dei margini è tradizionalmente interpretata nella direzione di un aumento del grado di concorrenza all'interno dell'industria. In questo senso, le indicazioni che emergono dall'analisi dei margini sono *contraddittorie*

rispetto alla tradizionale lettura (comunemente adottata anche dalle autorità antitrust) dei risultati relativi agli indici di concentrazione del mercato bancario europeo, che sembrano suggerire una riduzione della concorrenza come conseguenza della maggiore concentrazione a seguito del processo di consolidamento.

### **BOX 1. Concentrazione e concorrenza nell'investment banking**

Dal punto di vista concorrenziale, le misure tradizionali di concentrazione e di prezzo sembrano invece fornire indicazioni coerenti quando si consideri l'attività bancaria in una accezione più ampia. In particolare, in questo approfondimento concentriamo l'attenzione sulla attività di *investment banking*. Poiché le informazioni pubblicamente disponibili relativamente a questo segmento di attività sono particolarmente limitate, le elaborazioni proposte in questa sede si basano sul database *Bondware* edito dalla Dealogic e si limitano al mercato delle emissioni obbligazionarie non governative. La TAB. B.1 evidenzia una marcata tendenza alla riduzione della concentrazione dell'industria per tutti i paesi dell'area Euro, come misurata dall'indice C(3). Al contrario, tale tendenza, è crescente nel Regno Unito, dove i valori dell'indice sono anche notevolmente più elevati che negli altri paesi. Una possibile spiegazione per questo andamento anomalo è probabilmente legata al fatto che l'indice è stato costruito considerando unicamente obbligazioni non governative *emesse da residenti*, il che può aver determinato una sottostima della dimensione del mercato. È, inoltre, interessante notare come, alla fine del periodo, i livelli di concentrazione del mercato

in Italia e Germania siano più bassi rispetto agli altri paesi.

La TAB. B.2 consente di valutare l'impatto concorrenziale derivante dalla presenza di operatori esteri. A differenza di altri segmenti di mercato, in particolare il *retail*, la quota delle banche estere è notevole, a segnalare un rilevante grado di concorrenza esterna, il cui trend è decrescente nel Regno Unito, pur mantenendosi su livelli elevati, mentre è crescente in tutti i paesi dell'area Euro. Ciò è vero in particolare per Italia e Spagna, dove gli istituti creditizi domestici sono prevalentemente orientati proprio al segmento al dettaglio.

Indicazioni consistenti con quelle della TAB. B.1 in relazione all'assetto concorrenziale dell'industria sono fornite, infine, dalla TAB. B.3, che riporta il valore mediano delle commissioni lorde praticate dagli intermediari bancari sulle emissioni di obbligazioni non governative. Tutti i paesi nel campione mostrano, infatti, una tendenza alla riduzione delle commissioni praticate e – con l'esclusione della Francia – una tendenza alla convergenza nei livelli. Nel caso dell'*investment banking*, quindi, ad una riduzione della concentrazione si è accompagnata una contrazione del livello dei prezzi. Entrambi gli indicatori sembrano quindi suggerire che il grado di concorrenza sul mercato sia aumentato.

**TAB. B.1 Indici C(3) nel mercato delle emissioni obbligazionarie non governative (% sul totale delle emissioni)**

Anni	ITA	FRA	GER	UK	SPA
1998	57,9	50,9	27,4	37,2	25,9
1999	48,3	46,3	28,3	34,0	26,1
2000	33,3	29,9	27,6	38,6	35,3
2001	33,3	30,0	21,7	34,3	38,1
2002	23,9	38,3	21,4	35,6	27,9
2003	20,7	30,4	24,3	39,7	27,4
2004	19,5	32,3	20,5	51,9	26,0

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati Dealogic.

**TAB. B.2 Quota dei bookrunner esteri nel mercato delle emissioni obbligazionarie non governative (% sul totale delle emissioni)**

Anni	ITA	FRA	GER	UK	SPA
1998	39,3	37,4	27,7	73,6	83,6
1999	47,9	41,7	33,7	78,0	76,8
2000	65,1	60,5	45,9	83,0	88,8
2001	71,5	57,7	50,6	70,0	90,3
2002	69,7	49,4	53,2	69,5	86,7
2003	69,3	59,1	47,2	64,9	85,7
2004	74,9	58,4	54,4	65,2	89,5

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati Dealogic.

**TAB. B.3 Commissioni lorde su emissioni obbligazionarie non governative (valore mediano, %)**

Anni	ITA	FRA	GER	UK	SPA
1998	1,13	1,50	0,33	0,45	0,40
1999	0,33	0,35	0,30	0,40	0,28
2000	0,25	0,24	0,20	0,25	0,15
2001	0,25	0,20	0,19	0,30	0,10
2002	0,30	0,20	0,10	0,17	0,10
2003	0,20	0,29	0,14	0,19	0,08
2004	0,15	0,26	0,13	0,10	0,15

Fonte: elaborazioni UniCredit Research su dati Dealogic.

### 3. Efficienza, redditività e concorrenza

La possibilità di interpretazioni in qualche misura contraddittorie dei risultati forniti dagli

indicatori tradizionali di concorrenza sui mercati della raccolta e degli impieghi è stata spesso ricondotta in letteratura alla mancata considerazione di un'ulteriore variabile, l'*efficienza*. È stato, infatti, sottolineato da più parti come un aumento della concentrazione possa accompagnarsi ad un aumento del grado di concorrenza dei mercati, nella misura in cui banche di maggiori dimensioni siano in grado di sfruttare economie di scala e di diversificazione, migliorando in questo modo la propria efficienza produttiva. In questo senso, un aumento del grado di concentrazione può essere compatibile con una riduzione dei margini applicati alla clientela (si veda, ad esempio BCE, *EU Banking Structures*, 2005).

Un'analisi compiuta di questa ipotesi richiede, da un lato, la definizione di una misura appropriata di (in)efficienza e, dall'altro, lo studio della relazione tra tale misura ed un indicatore di profittabilità. È facile osservare come la correlazione tra efficienza e redditività possa agevolmente essere interpretata come un test per "identificare" l'*assenza di concorrenza*. In particolare, in assenza di una correlazione (statisticamente) significativa tra queste due variabili (o di correlazione addirittura negativa), è possibile escludere che il mercato sia concorrenziale; e ciò perché le imprese più efficienti non riescono ad ottenere i risultati migliori in termini di profittabilità. Al contrario, tale test non sarebbe decisivo se la correlazione tra le due variabili fosse positiva.<sup>11</sup>

Quanto al problema della definizione di una misura dell'inefficienza, tradizionalmente si è fatto riferimento al "peso" dei costi di

<sup>11</sup> Su questo punto si vedano le riflessioni contenute in M. S. Caroppo, L. Colombo e G. Turati, "La misurazione del grado di concorrenza: un'applicazione all'industria bancaria italiana", *Quaderni del Laboratorio di Analisi Monetaria*, n. 17, 2005.

produzione sul reddito delle imprese (il *cost-income ratio*), o ai costi unitari per dati volumi di fondi intermediati. Si tratta, tuttavia, di misure che non tengono conto in modo adeguato della complessità del processo di produzione bancario e, in particolare, della relazione che esiste tra input, output e costi dell'impresa. Per risolvere queste difficoltà, sono state proposte tecniche di *benchmarking* che consentono di tenere conto della complessità della produzione bancaria e di stimare frontiere di costo o di produzione che individuino le *best practices* all'interno dell'industria. Avendo a disposizione queste *best practices*, la "misura" di inefficienza potrà quindi essere definita come una "misura" della distanza della singola banca dalla frontiera efficiente.

Di seguito si propone un esercizio di definizione delle *best practices* in Europa, condotto su un campione di circa 250 banche commerciali di Francia, Germania, Italia, Regno Unito e Spagna per il periodo compreso tra il 1992 ed il 1999, in cui il processo di consolidamento è stato particolarmente marcato.<sup>12</sup> I dati di bilancio (non consolidati) delle imprese bancarie sono stati tratti dal database *IBCA BankScope* ed i dati nominali sono stati trasformati in termini reali tenendo conto del tasso di inflazione in ciascun paese.

La stima dell'indicatore di efficienza proposto è basata sulla costruzione di una frontiera di costo, che considera il processo di produzione bancario interpretandolo secondo il cosiddetto "approccio all'intermediazione". Ci si concentra, in particolare, sui *segmenti tradizionali* dell'attività bancaria, ipotizzando che le banche impieghino lavoro, capitale fisico e depositi per produrre

prestiti ed investimenti in altre attività finanziarie (per esempio, titoli). La stima della frontiera di costo richiede quindi, da un lato, la specificazione di una forma funzionale adeguata e, dall'altro, la definizione dei prezzi degli input e delle quantità degli output. Per quanto riguarda il primo aspetto, seguendo l'approccio comunemente adottato dalla letteratura,<sup>13</sup> si è scelta una forma funzionale translogaritmica, che garantisce generalità e flessibilità all'analisi, ricomprendendo molte possibili specificazioni. Per quanto riguarda i prezzi degli input, i dati di bilancio sono stati integrati con informazioni (sempre ricavate da *BankScope*) relative al numero di dipendenti di ciascuna banca inserita nel campione. In particolare, il prezzo del fattore lavoro è stato ottenuto dividendo le spese per il personale per il numero di dipendenti, il prezzo del capitale fisico dividendo gli ammortamenti e le spese generali per il valore a bilancio delle immobilizzazioni, mentre il prezzo del capitale finanziario è stato calcolato dividendo gli interessi passivi per il volume di depositi raccolti. Infine, per quanto riguarda gli output, è stato considerato il valore a libro di prestiti negoziati e il volume degli investimenti in altre attività finanziarie.

La TAB. 4.8 riporta le stime dell'efficienza media (e l'intervallo di variazione) per il periodo compreso tra il 1992 ed il 1999, calcolate per il campione di banche europee preso in esame. Al fine di illustrare i risultati riportati nella tabella, si consideri, a titolo esemplificativo, il dato relativo al 1992: l'efficienza media è risultata pari al 79% (con un valore minimo pari al 28% ed un massimo pari al 95%). Ciò significa che, in media, le banche europee avrebbero potuto

---

<sup>12</sup> Si veda G. Turati, "Cost Efficiency and Profitability in European Commercial Banking: Implications for Antitrust Analysis", *Quaderni del Dipartimento di Scienze Economiche e Finanziarie G. Prato*, n. 69, Università di Torino, 2003.

---

<sup>13</sup> Si consideri, ad esempio, Berger A. N. and Humphrey D. B., "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research", *European Journal of Operational Research*, 98, 1997.

ridurre i propri costi del 20% circa se avessero adottato le combinazioni di input e output implicite nella frontiera di costo di *best practice*. Le stime dell'efficienza media non sembrano evidenziare tendenze particolari: si raggiunge un minimo del 73% nel 1993, ed un massimo del 81% nel 1999. Le variazioni nell'efficienza media sembrano essere determinate soprattutto dalle variazioni nel livello minimo di efficienza stimato: ad una riduzione dell'intervallo si accompagna, infatti, un aumento della media. Un'analisi più dettagliata sui singoli paesi non consente di osservare differenze significative dei livelli di efficienza stimati, confermando l'idea che ad incidere sull'efficienza siano più fattori idiosincratici legati alle differenze strutturali fra i mercati che non le caratteristiche organizzative delle singole banche.

**TAB. 4.8 Stime dell'efficienza media su un campione di banche europee (1992-1999)**

Anni	Efficienza		
	media	Min	Max
1992	0,79	0,28	0,95
1993	0,73	0,15	0,93
1994	0,79	0,34	0,93
1995	0,75	0,24	0,93
1996	0,76	0,22	0,94
1997	0,74	0,2	0,92
1998	0,78	0,32	0,93
1999	0,81	0,44	0,92

Fonte: Turati, G. (2003), op. cit.

La variazione dell'efficienza potrebbe essere legata, almeno in parte, all'esistenza di economie di scala e di diversificazione, realizzabili attraverso un processo di consolidamento. La TAB. 4.9 riporta le stime di questi due indicatori, ottenute a partire dalla frontiera di costo stimata. In generale, l'elasticità globale di scala (una misura della reattività dei

costi al variare degli output e quindi una *proxy* delle economie di scala) mostra l'esistenza (in media) di economie di scala non sfruttate dalle banche europee, addirittura in leggera crescita durante gli anni Novanta. In altre parole, una parte dell'inefficienza di costo stimata potrebbe dipendere dalla produzione ad una scala ancora troppo piccola da parte di molte banche europee, nonostante l'ondata di fusioni e acquisizioni che hanno caratterizzato le industrie dei singoli paesi. Non sembra, invece, contribuire all'efficienza la diversificazione produttiva (in questo caso molto semplificata e schiacciata sull'attività tradizionale). Le (dis)economie di diversificazione stimate sono, infatti, molto contenute.

**TAB. 4.9. Stime delle economie di scala e di diversificazione su un campione di banche europee (1992-1999)**

Anni	Economie di scala (a)	Economie di diversificazione (b)
	1992	1,1
1993	1,07	0,12
1994	1,1	0,1
1995	1,11	0,08
1996	1,11	0,05
1997	1,13	0,07
1998	1,12	0,07
1999	1,12	0,04

Note: (a) rendimenti di scala crescenti (decrescenti) se  $>1$  ( $<1$ ); (b) economie (diseconomie) di diversificazione se  $<0$  ( $>0$ ).

Fonte: Turati, G. (2003), op. cit.

Partendo dall'esistenza di inefficienze e di economie di scala non sfruttate, la TAB. 4.10 riporta il risultato di un test condotto per valutare il grado di concorrenza (o, più precisamente, l'assenza di concorrenza) sui mercati bancari europei durante gli anni Novanta. L'idea alla base del test è che in un mercato concorrenziale deve necessariamente

essere vero che le imprese più efficienti sono anche quelle più redditizie. Naturalmente, nella misura in cui le imprese hanno come obiettivo la massimizzazione dei profitti, ciò può essere vero anche in presenza di potere di mercato. Tuttavia, *solo* in un mercato nel quale le imprese hanno potere di mercato, quelle meno efficienti possono difendere la propria redditività scaricando eventuali inefficienze sui prezzi, mentre ciò non è possibile in mercati concorrenziali. In questo senso, il test consente di verificare l'assenza di concorrenza più che la sua presenza.

La TAB. 4.10 mostra come la correlazione tra il ROE e l'indice di efficienza stimato sia sempre molto vicina a zero e negativa per tutti gli anni considerati.

**TAB. 4.10. Correlazione tra gli indici di efficienza e misure standard di profittabilità**

Anni	ROE1 <sup>(a)</sup>	ROA <sup>(b)</sup>	ROE2 <sup>(c)</sup>
1992	-0,14	-0,12	-0,31
1993	0,05	-0,02	-0,22
1994	-0,05	-0,1	-0,18
1995	-0,07	0,07	-0,09
1996	-0,11	-0,12	-0,31
1997	-0,04	-0,24	-0,26
1998	-0,08	-0,26	-0,16
1999	-0,07	-0,08	-0,15

Note: (a) reddito ante-imposte/capitale proprio; (b) reddito ante-imposte/totale attivo; (c) margine d'interesse/capitale proprio.

Fonte: Turati G. (2003), op. cit.

Interpretando il risultato sulla base dell'argomento sviluppato sopra, i mercati bancari europei sembrano quindi essere caratterizzati da un deficit di concorrenza: le imprese più efficienti non sono, infatti, necessariamente quelle che ottengono i profitti più elevati. Alle stesse conclusioni si giunge considerando misure di profittabilità alternative, come il ROA o una misura "modificata" del

ROE, che tenga conto unicamente dei profitti ottenuti attraverso l'attività tradizionale di deposito e prestito delle banche (cioè quella considerata nella determinazione della misura di efficienza). In entrambi i casi, la correlazione tra profittabilità ed efficienza rimane contenuta e negativa, a suggerire un basso livello di concorrenzialità delle industrie bancarie europee.

Naturalmente, tali risultati devono essere considerati con cautela, e ciò per più di una ragione. Da un lato, la considerazione della sola attività tradizionale delle banche potrebbe causare una non corretta specificazione del processo di produzione, non scontando il ruolo delle attività di consulenza e di *investment banking*, nonché l'attuale orientamento della redditività verso i ricavi da servizi. D'altro lato, una semplice correlazione non tiene conto dell'effetto di altre variabili che potrebbero influenzare la profittabilità delle imprese e la cui considerazione esplicita richiederebbe il ricorso ad analisi di regressione, attraverso le quali poter controllare anche l'esistenza di ritardi temporali nella trasmissione alla redditività dei risultati associati al raggiungimento di un più elevato livello di efficienza dell'impresa.

Pur con ogni cautela, l'esercizio sviluppato in queste pagine propone alcune indicazioni che potrebbero utilmente essere prese in considerazione, accanto agli indicatori tradizionali di concentrazione, di prezzo e di redditività, nel valutare gli effetti della liberalizzazione dei mercati e del consolidamento dell'industria<sup>14</sup>. I benefici derivanti dal processo concorrenziale si fondano sulla possibilità che le imprese meno efficienti realizzino profitti più bassi rispetto a quelli realizzati dai concorrenti e siano lentamente

<sup>14</sup> Ovviamente si ricorda che le conclusioni raggiunte riguardano il periodo 1992-1999.



“escluse” dal mercato. Se questo processo si “inceppa”, la concorrenza non è in grado di esplicare i suoi effetti, con evidente danno sia per le imprese più efficienti, sia per i consumatori. In questa prospettiva diviene cruciale, in particolare ai fini della politica economica, interrogarsi sulle *cause* che potrebbero ostacolare il pieno dispiegarsi della concorrenza sui mercati bancari.