Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore
Facoltà di
Scienze Bancarie
Finanziarie e Assicurative

G. MORCALDO - S. ROSSI - D. DELLI GATTI - M. ARPE

# "LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE E LA GESTIONE DELLE BANCHE ITALIANE NEL 2004"

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su:
"Banche, mercati finanziari e imprese:
il sentiero dello sviluppo e della competitività"
S. Marco - Perugia, 17 marzo 2005

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. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

**Dott. Giancarlo MORCALDO,**
Direttore Centrale per la Ricerca Economica della Banca d'Italia

## Le difficoltà di crescita nell'area dell'euro

Nei paesi dell'area dell'euro, nel corso degli anni novanta le politiche monetarie sono state orientate alla stabilità dei prezzi; le politiche di bilancio sono divenute attente al riequilibrio dei conti pubblici. Alla fine del decennio in un contesto di moderazione salariale, l'inflazione e i tassi d'interesse sono stati notevolmente ridotti, i disavanzi pubblici sono stati ridimensionati, la bilancia dei pagamenti correnti si è portata in avanzo. La realizzazione del mercato interno è stata completata. L'allargamento dell'Unione ai paesi dell'est offre nuove opportunità per l'espansione della produzione e dell'occupazione.

Sono tuttavia divenuti evidenti numerosi punti di debolezza: il tasso di occupazione è troppo basso; particolarmente bassa è la partecipazione al mondo del lavoro delle donne e dei lavoratori anziani; il tasso di disoccupazione strutturale rimane elevato in alcune parti dell'Unione; il settore dei servizi non è sufficientemente sviluppato soprattutto nell'area telecomunicazioni; si manifesta un crescente gap di professionalità specialmente nelle tecnologie dell'informazione.

I fattori di debolezza delle economie europee si riflettono sull'offerta potenziale. Sulla base di stime elaborate dalla Commissione europea[1], negli anni ottanta e in quelli novanta nell'area dell'euro quest'ultima è cresciuta in media in misura

[1] L'ampia disponibilità di metodologie per la determinazione del prodotto potenziale impone la scelta tra stime alternative. In questa sede l'attenzione è focalizza sui dati pubblicati dalla Commissione europea, calcolati utilizzando l'approccio basato sulla stima della funzione di produzione. Essi consentono un confronto tra le dinamiche registrate nei paesi dell'area dell'euro negli ultimi trent'anni e vengono altresì impiegate per la valutazione della componente ciclica dei bilanci pubblici dei paesi dell'Unione europea nell'ambito del Patto di stabilità e crescita.

di poco superiore al 2 per cento, quasi mezzo punto percentuale in meno rispetto al decennio precedente. Nello stesso periodo negli Stati Uniti l'aumento è risultato ben più elevato fino al 3,5 per cento dalla metà degli anni novanta.

L'offerta potenziale nell'area dell'euro rallenta in connessione con l'evoluzione della domanda interna e con la minore capacità di soddisfare quella internazionale. L'attività di investimento si adegua alla domanda che le imprese si attendono sulla base dell'andamento osservato in passato. L'ampliarsi della capacità inutilizzata negli ultimi anni ha indotto le imprese a rivedere al ribasso i piani d'investimento. In assenza di adeguati interventi di politica economica, l'eccedenza dell'offerta potrebbe essere annullata dalle imprese attraverso un ulteriore ridimensionamento dell'attività di investimento.

Le difficoltà di crescita delle economie dell'area dell'euro trovano riscontro anche nell'attuale fase congiunturale. Nonostante la forte espansione dell'economia mondiale, la ripresa produttiva stenta a consolidarsi. Nel 2004, nelle economie dell'area dell'euro il prodotto è cresciuto del 2 per cento a fronte del 5 realizzato per l'economia mondiale, sospinta dalla forte espansione negli Stati Uniti e nei paesi emergenti dell'Asia e in particolare in Cina. Per l'anno in corso la BCE prevede per l'area dell'euro una crescita dell'ordine dell'1,6 per cento; il divario rispetto agli Stati Uniti rimarrebbe assai elevato. In quest'ultimo paese l'espansione del prodotto in base alle attuali stime dovrebbe superare il 3,5 per cento.

Consapevole degli elementi di debolezza il Consiglio europeo a Lisbona nel marzo 2000 aveva definito una serie di azioni dirette a rafforzare l'occupazione e ad avviare riforme economiche e di coesione sociale come parte di una crescita economica basata sulla conoscenza. Il Consiglio aveva varato un ambizioso piano di azione teso a trasformare, entro il 2010,

l'Unione europea "nell'economia fondata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, capace di realizzare una crescita sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e maggiore coesione sociale". L'obiettivo strategico doveva essere raggiunto accrescendo gli investimenti in ricerca e accelerando i processi di riforma strutturale.

Alla base di questo disegno vi era l'idea che per incoraggiare una crescita elevata e duratura dell'economia europea fossero indispensabili numerose riforme strutturali e una convergenza dell'assetto economico e sociale dei paesi membri. Veniva definito un insieme di indicatori strutturali da affiancare ai parametri di convergenza previsti dal Trattato di Maastricht[2].

Nella riunione tenutasi a Barcellona nel 2002 il Consiglio europeo ha programmato nuovi interventi per rafforzare il piano d'azione definito a Lisbona[3].

Le analisi condotte non hanno tuttavia identificato con chiarezza i vari fattori all'origine delle debolezze strutturali delle economie europee; di conseguenza le linee di indirizzo

---

[2] Le aree di priorità principalmente riguardano: nuovi e migliori posti di lavoro; le riforme dei mercati dei beni e dei servizi; l'integrazione dei mercati finanziari; la regolamentazione; la "new economy"; il gap di formazione; la ricerca, l'innovazione e le imprese; le tecnologie di frontiera; la protezione sociale e l'invecchiamento della popolazione. Cfr, Lisbon European Council "Presidency Conclusions", 23 and 24 March 2000.

[3] In particolare è stato deciso di: liberalizzare il mercato delle forniture elettriche e di gas per le imprese entro il 2004; proseguire il programma "Galileo" destinato a rafforzare la posizione dell'Europa nel settore della tecnologia satellitare; adottare sette direttive miranti ad assicurare la piena integrazione dei servizi finanziari dal 2005; innalzare al 3 per cento del prodotto le spese per ricerca e sviluppo entro il 2010; accrescere la mobilità del lavoro attraverso una maggiore flessibilità degli schemi pensionistici e di tutela della salute; creare nuovi posti di lavoro attraverso la riforma del sistema fiscale e dei trasferimenti sociali; assicurare l'assistenza ai bambini in età compresa tra i tre anni e l'età scolare; garantire un collegamento internet ogni 15 studenti dalla fine del 2003; aumentare gli aiuti allo sviluppo nell'UE allo 0,39 per cento del prodotto nel 2006 con l'obiettivo di raggiungere lo 0,7 per cento nel 2010.

da seguire non appaiono sufficientemente definite e non sono affiancate da precise indicazioni operative. Non sono state poste in chiara evidenza le conseguenze negative connesse con il protrarsi della fase di bassa crescita nell'area dell'euro con quella di forte espansione negli Stati Uniti.

È mancata una pronta e vigorosa risposta delle politiche economiche. A livello comunitario non è stato attuato alcun cambiamento della destinazione delle risorse del bilancio, oggi in larga misura dirette al sostegno del settore agricolo e allo sviluppo delle regioni depresse. In particolare i fondi strutturali destinati alla concessione di contributi agli investimenti non sono specificamente indirizzati ai nuovi obiettivi[4].

Lo scorso novembre, il rapporto Kok (presidente dell'alta commissione incaricata di verificare lo stato di attuazione della strategia definita a Lisbona) ha posto in luce come i risultati conseguiti siano stati finora modesti. Gli Stati membri hanno compiuto progressi in uno o più aspetti, ma nessuno di essi ha realizzato avanzamenti significativi con riferimento al loro complesso. Gli eventi succedutisi dal 2000 hanno ostacolato il raggiungimento degli obiettivi stabiliti, ma l'Unione europea e gli stati membri hanno mancato di agire con determinazione nell'attuazione degli indirizzi definiti[5]. La realizzazione del piano ha incontrato notevoli difficoltà. L'uso dei veti nazionali ha bloccato l'attuazione di gran parte degli interventi programmati. La Germania e la Francia hanno giudicato trop-

---

[4] Cfr Report of an Independent Hight level Study Group "An Agenda for a growing Europe" (2003). Il rapporto, che attiene meramente alle politiche da porre in essere a livello comunitario, sottolinea la necessità di indirizzare un maggior volume di risorse verso attività in grado di sospingere la crescita, quali la ricerca e l'innovazione tecnologica e la formazione del capitale umano.
[5] cfr Kok (2004).

po liberiste i tentativi di riforma, in particolare quelli diretti a ridurre gli aiuti statali e il protezionismo.

I deludenti risultati sono in parte il frutto della molteplicità degli obiettivi perseguiti, dei contrasti nella definizione delle priorità, dello scarso coordinamento delle azioni poste in essere.

L'attuazione della strategia definita a Lisbona è divenuta oggi ancor più necessaria in quanto il divario nel tasso di crescita delle economie europee rispetto a quelle del Nord America e dell'Asia negli ultimi anni si è ampliato.

Per far sì che i singoli Stati membri muovano lungo le linee tracciate a Lisbona è necessario: assicurare una maggiore coerenza tra le politiche da realizzare e le esigenze dei singoli Stati membri, migliorare il processo di attuazione coinvolgendo i Parlamenti nazionali e le forze sociali, accrescere le informazioni fornite al pubblico circa gli obiettivi da perseguire e i risultati conseguiti.

Il 22 marzo prossimo il Consiglio europeo, oltre al Patto di stabilità e crescita, ha nella propria agenda la revisione degli obiettivi e degli strumenti della strategia di Lisbona. È auspicabile che vengano compiuti avanzamenti nella definizione delle politiche economiche necessarie.

## Un confronto tra i risultati macroeconomici di Europa e Stati Uniti

Per delineare le linee di politica economica occorrenti a porre le condizioni per raggiungere gli obiettivi indicati è necessaria un'attenta analisi dei fattori alla base del diverso andamento delle economie dell'Europa continentale rispetto a quello osservato negli Stati Uniti e nel Regno Unito.

Nei paesi che oggi formano l'area dell'euro negli anni cinquanta e sessanta il prodotto è cresciuto in misura più ampia rispetto agli Stati Uniti. Negli anni settanta i ritmi di sviluppo si sono allineati. A partire dagli anni ottanta l'espansione produttiva negli Stati Uniti ha superato quella dei paesi dell'euro. Questi andamenti hanno sotteso una diversa dinamica dell'occupazione, dell'accumulazione di capitale, del progresso tecnologico e della produttività.

Alcune analisi esaminano i progressi compiuti dalle economie europee in rapporto agli Stati Uniti facendo riferimento all'evoluzione del reddito pro capite valutato a parità di potere d'acquisto. Con riferimento a questa variabile i risultati per l'area dell'euro appaiono migliori rispetto a quelli indicati per il prodotto interno lordo. Il reddito pro capite in rapporto a quello degli Stati Uniti, pari al 58 per cento nel 1960, è salito gradualmente sino al 70 per cento sul finire degli anni sessanta; è rimasto sostanzialmente invariato su questo valore fino ai primi anni novanta; successivamente ha iniziato una fase di declino sino a raggiungere il 64 per cento nel 2004.

Il reddito pro capite è sicuramente l'indicatore più importante cui guardare per giudicare il livello del grado di benessere economico raggiunto da una determinata economia in un dato istante nel tempo. La sua variazione non costituisce tuttavia, da sola, un buon indicatore della capacità di sviluppo in quanto l'evoluzione della popolazione può essere influenzata dall'andamento dell'economia per il tramite di variazioni nel tasso di fecondità o di fenomeni migratori. Per esempio, se un'economia cresce lentamente e offre scarse opportunità di lavoro, i giovani potranno decidere di emigrare: la crescita del reddito pro capite risulterà più elevata di quella che si avrebbe in assenza di emigrazione, ma le prospettive di quell'economia non sono da ritenere certo favore-

voli; la stessa conclusione potrebbe trarsi qualora, a causa di un deterioramento delle prospettive di sviluppo, di elevati tassi di disoccupazione e del diffondersi di un clima di sfiducia nel futuro, il tasso di fecondità si abbassasse.

Un'analisi del solo andamento del reddito pro capite può portare a sopravvalutare i risultati conseguiti nei paesi europei; in questi paesi la popolazione ha segnato una crescita costantemente inferiore a quella degli Stati Uniti per effetto di un più forte abbassamento del tasso di fecondità[6] che potrebbe almeno in parte essere il risultato, oltre che delle profonde trasformazioni sociali e culturali, del progressivo deterioramento delle prospettive economiche[7].

[6] L'abbassamento del tasso di fecondità può essere temporaneo, fornendo indicazioni distorte circa l'evoluzione prospettica del reddito pro capite. In effetti, dopo la riduzione intervenuta nella seconda metà degli anni sessanta, negli Stati Uniti (dalla prima metà degli anni ottanta) e in importanti paesi europei (quali Francia e Germania, dalla seconda metà degli anni novanta) il tasso di fecondità ha segnato un rialzo. L'abbassamento del tasso di fecondità può inoltre essere di entità tale da portare a una insostenibilità del tasso di crescita dell'economia, ovvero richiedere flussi immigratori di dimensioni tali da richiedere una valutazione attenta delle conseguenze che ne derivano; sembra essere questo il caso dell'Italia in cui il tasso di fecondità nella seconda metà degli anni novanta era pari a 1,21 punti, a fronte di un tasso di rimpiazzo pari a 2,1.

[7] Verso la fine degli anni sessanta il tasso di crescita delle economie europee si attenuava in misura più ampia rispetto agli Stati Uniti; il processo di catching up perdeva vigore.

L'effettivo potenziale di crescita di un'economia è meglio colto da un'analisi congiunta dell'andamento della produttività oraria del lavoro e dell'occupazione, cioè di due dei fattori in cui si può disaggregare il reddito pro capite[8].

Nei periodi di elevata crescita della produttività, sino agli anni ottanta, l'assorbimento di forze di lavoro nei paesi dell'area dell'euro è stato assai contenuto; nonostante che le scel-

---

[8] Il reddito pro capite è infatti il risultato del prodotto del valore aggiunto per ora lavorata, del numero di ore per occupato e del rapporto tra occupati e popolazione.

È da rilevare come nei paesi dell'area dell'euro la crescita della produttività oraria sia risultata più che doppia rispetto a quella degli Stati Uniti negli anni cinquanta, sessanta e settanta; il divario a favore dei paesi dell'Europa continentale negli anni ottanta e nella prima metà degli anni novanta, si è ridotto anche per la più rapida espansione del settore dei servizi. Dalla seconda metà degli anni novanta il rallentamento della produttività nei paesi europei è proseguito; al contrario negli Stati Uniti il suo tasso di crescita ha segnato un rapido innalzamento. Dal 1996 l'aumento della produttività oraria del lavoro nell'area dell'euro risulta inferiore a quello realizzato negli Stati Uniti.

Sino alla metà degli anni novanta la forte crescita della produttività osservata in Europa ha consentito di apportare riduzioni all'orario di lavoro di entità maggiori rispetto agli Stati Uniti e, nel contempo, di realizzare incrementi del valore aggiunto per occupato più elevati. Nell'area dell'euro la maggiore crescita segnata rispetto agli Stati Uniti dal prodotto per occupato non si è traslata in pari misura sul reddito pro capite, in quanto vi ha influito negativamente l'andamento degli occupati in rapporto a quello della popolazione, che negli Stati Uniti è risultato più favorevole.

Dalla metà degli anni novanta il prodotto per occupato nell'area dell'euro ha iniziato a crescere in misura inferiore rispetto agli Stati Uniti; il divario a sfavore dell'area dell'euro in termini di aumento del reddito pro capite è risultato più contenuto per effetto del più favorevole andamento del rapporto tra occupati e popolazione. Questo rapporto nell'area dell'euro ha ripreso a crescere sia per effetto della ulteriore riduzione del ritmo di espansione della popolazione sia per la fase di moderazione salariale e di maggiore flessibilità nell'utilizzo del fattore lavoro che ha favorito l'aumento dell'occupazione.

Negli Stati Uniti il rapporto tra occupati e popolazione, nonostante la maggiore espansione di quest'ultima rispetto all'Europa, è cresciuto in misura di rilievo sino al 2000; negli ultimi quattro anni è sceso lievemente in connessione con il rallentamento dell'economia e con l'eccezionale crescita della produttività dovuta a fattori contingenti che ha portato a un innalzamento del tasso di disoccupazione.

te, individuali e collettive, abbiano dato luogo a una riduzione dell'orario di lavoro rilevante, maggiore di quella osservata negli Stati Uniti, l'occupazione è aumentata in misura inferiore alla popolazione, peraltro in rallentamento. Aumenti salariali più elevati di quelli osservati negli Stati Uniti[9] hanno portato ad accrescere la dotazione di capitale e a limitare il ricorso al fattore lavoro soprattutto di quello meno qualificato. Se la riduzione del numero delle ore lavorate per occupato può essere, come accennato, il frutto di scelte individuali[10] o collettive, non altrettanto può dirsi della modesta crescita dell'occupazione che ha portato a un innalzamento del tasso di disoccupazione.

Negli anni novanta, in conseguenza della fase di moderazione salariale e dell'introduzione di elementi di maggiore flessibilità nell'utilizzo del fattore lavoro, l'occupazione è cresciuta in misura più ampia rispetto al passato in rapporto al prodotto. La produttività del lavoro ha segnato una forte decelerazione. La capacità di competere sui mercati internazionali si è affievolita. L'attività produttiva ha rallentato ulteriormente. I tassi di crescita del prodotto per occupato e del reddito pro capite si sono portati al di sotto di quelli realizzati negli Stati Uniti.

Il modello di sviluppo in sostanza non si è dimostrato adeguato ad assicurare, attraverso l'innovazione tecnologica, un tasso di crescita della produttività e una capacità competitiva tali da poter far fronte, senza ripercussioni negative, alla nuova fase di divisione internazionale del lavoro.

---

[9] Il rapporto tra il salario medio per dipendente dei paesi che oggi formano l'area dell'euro e quello osservato negli Stati Uniti all'inizio degli anni sessanta, a parità di potere d'acquisto, era pari a poco più del 50 per cento; nei due decenni successivi è gradualmente cresciuto a oltre il 95 per cento nei primi anni ottanta; nel corso degli anni ottanta si è ridotto di 5 punti percentuali; nel corso degli anni novanta è diminuito di 10 punti; ha subito una flessione di ulteriori 5 punti tra il 1999 e il 2004. Nel 2004 si colloca al 76,1 per cento.

[10] Ovviamente queste scelte hanno risentito della elevata aliquota marginale dell'imposta personale sui redditi e presumibilmente di un più ampio ricorso al lavoro part-time.

Al contrario negli Stati Uniti il tasso di espansione dell'occupazione è stato più elevato rispetto a quello della popolazione residente. Lo sviluppo del benessere sembra essere stato perseguito espandendo la partecipazione della popolazione in età attiva al mondo del lavoro; per assicurare le forze di lavoro occorrenti a garantire la realizzazione un aumento del prodotto coerente con quello potenziale si sono resi necessari consistenti flussi di immigrazione[11].

Dal dopoguerra fino alla metà degli anni sessanta il modello di sviluppo dell'Europa, basato fondamentalmente sull'ammodernamento dell'apparato produttivo, ha prodotto buoni risultati. Le grandi imprese operando in mercati poco concorrenziali riuscivano a espandere la loro attività e a conseguire tassi di profitto elevati; erano in grado di dedicare un ammontare di risorse adeguato ai programmi di ricerca e sviluppo. Esse potevano offrire occupazione a masse sempre più vaste di lavoratori. L'elevato valore aggiunto prodotto veniva distribuito tra imprese e lavoratori; si creavano spazi per una significativa riduzione dell'orario di lavoro, continuando a mantenere una elevata crescita del prodotto per occupato. La forte espansione dell'attività produttiva forniva ai bilanci pubblici i mezzi per realizzare il sistema di sicurezza sociale. In questo periodo il ritmo di crescita della produttività risultava assai elevato; la popolazione cresceva a ritmi sostenuti, il tasso di disoccupazione diminuiva; i salari reali si espandevano a ritmi sostenuti; si riduceva il divario rispetto agli Stati Uniti in termini di prodotto pro capite, di prodotto per occupato e di salario per addetto.

Sul finire degli anni sessanta l'impulso impresso alla produttività dall'introduzione delle nuove tecnologie e dai nuovi metodi organizzativi si affievoliva. Negli anni settanta il sistema non riusciva a produrre una crescita del valore aggiunto in

[11] Questo fattore contribuisce in misura di rilievo all'elevata crescita del rapporto tra popolazione in età attiva e popolazione complessiva.

linea con quella dei decenni precedenti e con le attese che si erano andate formando. Le spinte salariali generavano rialzi dell'inflazione e spingevano ad accrescere gli investimenti volti a ridurre l'utilizzo del fattore lavoro. Gli shock petroliferi negli anni settanta davano nuovo impulso all'inflazione e inducevano a effettuare investimenti diretti al risparmio energetico. Il tasso di profitto si riduceva; l'intervento pubblico forniva sostegno alle imprese. Nonostante l'orientamento espansivo delle politiche monetarie e di bilancio, il tasso di crescita dell'economia si abbassava. Presumibilmente nel tentativo di sostenere l'occupazione si continuava ad apportare significative riduzioni all'orario di lavoro. L'aumento dell'occupazione risultava tuttavia modesto; il tasso di disoccupazione aumentava. I ritmi di crescita del prodotto pro capite e di quello per occupato continuavano a risultare più ampi rispetto agli Stati Uniti, ma i divari si attenuavano fortemente. Il salario medio unitario in rapporto a quello degli Stati Uniti, tuttavia, continuava ad innalzarsi fortemente.

Anche negli Stati Uniti negli anni settanta, nonostante le politiche di bilancio espansive e le politica monetaria accomodante, la produzione rallentava e l'inflazione segnava forti rialzi.

Alla fine degli anni settanta diveniva evidente che le politiche di aumento della spesa pubblica e dei disavanzi poste in essere sia negli Stati Uniti sia in tutti i paesi europei non erano in grado di far superare alle economie industriali la situazione di stagflazione in cui si erano venute a trovare per l'effetto dei fattori sopra indicati.

Negli Stati Uniti all'inizio degli anni ottanta la politica monetaria segnava una svolta volgendo al controllo dell'inflazione. La politica economica si indirizzava a rafforzare e orientare l'offerta; venivano ridotte le aliquote fiscali; venivano favoriti l'attività di ricerca e sviluppo e gli investimenti; venivano liberalizzati i mercati. Anche nei paesi europei la politica monetaria si faceva più rigorosa; la politica di bilan-

cio mirava al riequilibrio dei conti pubblici, proseguendo l'azione di inasprimento della pressione fiscale avviata nel decennio precedente; le imprese pubbliche svolgevano un'opera di sostegno della produzione e dell'occupazione.

All'inizio degli anni ottanta, in Europa il mutato orientamento delle politiche monetarie e di bilancio consentiva di ridimensionare l'inflazione. Il controshock petrolifero del 1986 favoriva la discesa dell'inflazione e un recupero nei saggi di profitto. L'aumento della pressione fiscale, la stringenza delle normative dirette a regolare l'attività produttiva, gli elevati tassi di interesse frenavano l'attività di investimento. Le risorse destinate all'innovazione tecnologica risultavano inadeguate rispetto all'accresciuta concorrenza sui mercati internazionali. L'occupazione continuava crescere a ritmi modesti.

Nel corso degli anni novanta il rapido sviluppo della tecnologia e la globalizzazione dei mercati rendevano evidente l'inadeguatezza del modello di sviluppo europeo. La capacità di competere sui mercati internazionali si affievoliva. Il tasso di crescita si riduceva fortemente. Il salario medio unitario dei paesi dell'area dell'euro subiva in rapporto a quello degli Stati Uniti un rapido declino: nel 2004 è tornato al livello dei primi anni settanta.

Negli Stati Uniti i risultati della politica economica diretta a rafforzare l'offerta non si facevano attendere. Già dalla metà degli anni ottanta l'attività di investimento iniziava a espandersi a ritmi sostenuti nei settori avanzati: dagli anni novanta la fase espansiva si estendeva gradualmente a tutti i settori produttivi. Dalla metà degli anni novanta la crescita della produttività del lavoro saliva dall'1,4 per cento registrato nei due decenni precedenti al 2,5 per cento nel periodo 1996-2001; nell'ultimo triennio sotto la spinta della riduzione dei profitti essa superava il 4 per cento. La crescita dell'economia si elevava in media al 4,1 per cento nel periodo 1996-

2000; dopo il forte rallentamento del 2001 ( 0,8 per cento) l'attività produttiva è tornata a crescere del 2,0 per cento nel 2002, del 3 nel 2003 e del 4,4 per cento nel 2004. L'occupazione aumentava a un tasso medio annuo dell'1,3 per cento. I salari reali segnavano un incremento medio del 2 per cento l'anno. L'inflazione rimaneva intorno al 2,4 per cento.

Con riferimento all'Italia il ricorso al reddito pro capite per valutare le prospettive di sviluppo è ancora più improprio, in quanto l'aumento della popolazione è notevolmente più basso rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro. Il suo tasso di crescita, che dagli anni sessanta alla prima metà degli anni novanta era superiore rispetto agli altri paesi dell'area dell'euro, dalla metà dello scorso decennio si è fortemente abbassato portandosi al di sotto di quello registrato in media negli altri paesi europei; esso è stato pari all'1,8 e allo 0,8 per cento, rispettivamente nel quinquennio 1996-2000 e nel quadriennio 2001-04, a fronte del 2 e dello 0,9 per l'area dell'euro nel suo complesso. Il divario è contenuto da una minore crescita della popolazione e da una più accentuata intensificazione nel ricorso al fattore lavoro. Dalla seconda metà degli anni novanta lo scostamento a sfavore del nostro Paese nell'incremento della produttività oraria del lavoro è assai più ampio; l'abbassamento nel tasso di crescita della produttività inoltre è riconducibile, come già posto in rilievo, ai deludenti risultati conseguiti in termini di produttività totale dei fattori, più che a un più ampio impiego del fattore lavoro.

**Dott. Salvatore ROSSI,**
Capo del Servizio Studi della Banca d'Italia

## La congiuntura nell'economia mondiale e in Italia. Le difficoltà strutturali dell'economia italiana

### L'economia mondiale nell'analisi del FMI

Diamo innanzitutto una rapida occhiata allo scenario internazionale, per poi concentrarci sul caso italiano.

L'economia mondiale fra il 2004 e il 2005 consolida le sue tendenze. Lo si vede chiaramente nel **grafico 1**, tratto dall'ultimo Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale. Il grafico mostra i tassi di crescita del PIL, per il mondo nel suo complesso, per i mercati emergenti e per i Paesi industrializzati. Di questi ultimi vengono messi in evidenza distintamente gli Stati Uniti, l'area dell'euro e il Giappone. Secondo la previsione del FMI negli anni 2005-2006 le tendenze emerse nel 2003-2004 si assesterebbero: i mercati emergenti registrerebbero ancora un impetuoso sviluppo, gli Stati Uniti seguirebbero a ruota, il Giappone e l'Europa arrancherebbero. Nel complesso, si traccia il quadro di un'economia mondiale che cresce, ma con una differenziazione fra aree che tende a cronicizzarsi.

Analizziamo le politiche economiche che stanno dietro questi risultati, di nuovo con l'aiuto di un grafico (**grafico 2**) basato sui dati del FMI. Vengono incrociati sui due assi indicatori sintetici di *stance* delle politiche fiscale e monetaria nei principali paesi del mondo, fra il 2000 e il 2004. Sull'asse orizzontale è rappresentata la politica di bilancio, in modo che procedendo verso sinistra si trovino politiche via via più espansive. Sull'asse verticale è rappresentata la politica monetaria (l'indicatore scelto è il tasso d'interesse reale a sei mesi). Procedendo verso l'alto si va verso politiche più restrittive.

Spicca la posizione degli Stati Uniti, paese nel quale, nei quattro anni considerati, sia la politica fiscale sia quella monetaria sono state largamente accomodanti. L'area dell'euro è situata in una posizione intermedia, con l'Italia molto vicina alla media. Germania e Francia sono più spostate verso sinistra, a riprova di una politica di bilancio più accomodante, che le ha portate a violare la soglia del 3% per l'indebitamento netto della pubblica amministrazione.

Nelle previsioni del Fondo per il 2005 e il 2006 la politica fiscale americana resterebbe relativamente orientata all'espansione, mentre quella monetaria tenderebbe a spostarsi verso condizioni più restrittive (**grafico 3**). La politica italiana di bilancio diventerebbe più espansiva, portandosi anch'essa ben al di là del 3%.

## Gli andamenti macroeconomici in Italia

Gli andamenti congiunturali nel nostro paese confermano quello che può essere definito il "guasto strutturale" dell'economia italiana.

L'indicatore di produzione industriale lo mostra con grande evidenza. Nel **grafico 4**, pubblicato nell'ultimo Bollettino economico della Banca d'Italia, vengono riportati gli andamenti negli ultimi cinque anni della produzione industriale in Italia, Francia, Germania e nel complesso dell'area dell'euro. Per l'Italia la serie è prolungata con stime basate sui consumi di energia elettrica. E' clamorosa la diversità di andamento fra il caso italiano e gli altri, soprattutto dalla metà dell'anno 2004, in cui l'indicatore italiano ha decisamente piegato verso il basso.

Si potrebbe obiettare: perché tanta attenzione alla produzione industriale? Tutto sommato l'industria è solo un quarto del valore aggiunto, i paesi avanzati vivono ormai da

molti anni un processo di terziarizzazione. Questo grafico dimostra tuttavia, a mio avviso, come la crisi produttiva dell'industria a cui stiamo assistendo in Italia non sia un fisiologico processo di terziarizzazione. C'è anche quello, naturalmente, ma sullo sfondo. In primo piano c'è un patologico arretramento dell'industria, con gli spazi lasciati vuoti che non vengono riempiti dallo sviluppo di servizi moderni e innovativi. Si torna così a ragionare intorno al guasto strutturale della nostra economia.

Ricapitoliamone brevemente la diagnosi. Il sintomo generale è la bassa crescita del PIL. La **tavola 1** riepiloga mezzo secolo e più di andamenti del PIL in Italia, Francia, Germania, Spagna e Stati Uniti. Si può osservare, da un lato, la straordinaria regolarità dell'economia americana, che da oltre cinquanta anni viaggia a tassi di crescita annui fra il 3 e il 4%. Dall'altro lato, si nota negli altri paesi considerati una generale decelerazione: è un fenomeno che riguarda l'Europa intera, ed è un fenomeno di lungo, lunghissimo periodo. Si nota però anche il fatto che la Spagna marcia comunque a ritmi superiori a quelli degli altri, com'è tipico di un'economia impegnata in un processo di *catching up*. Italia e Germania sembrano accomunate da una cattiva sorte comune negli anni più recenti, essendo scese sotto il punto percentuale di velocità media annua di crescita del PIL. La Francia ha resistito meglio, in particolare negli ultimi quattro o cinque anni.

Chiediamoci subito se dietro la bassa crescita italiana non ci sia un problema demografico. La risposta è almeno parzialmente positiva. Nella **tavola 2** sono ricapitolati i tassi di crescita del PIL cumulati dal 1995 al 2004 in Italia, Germania e Francia. Se ne trae conferma del fatto che l'Italia e la Germania hanno un problema comune rispetto alla Francia. La medesima tav. 2 riporta anche le quattro principali componenti in cui si articola la variabile PIL: popolazione totale, quota in età da lavoro, tasso di occupazione,

produttività media del lavoro[1].

Guardiamo innanzitutto la popolazione totale. Di nuovo Italia e Germania mostrano un problema comune rispetto alla Francia, con una popolazione che cresce decisamente meno. Esse soffrono anche di un processo di invecchiamento più veloce: in Italia e in Germania la quota della popolazione in età da lavoro (dai 15 ai 64 anni) scende di più, essenzialmente per effetto dell'aumento della componente sopra i 64 anni.

Ma le somiglianze tra Italia e Germania finiscono qui. Il tasso di occupazione in Italia è aumentato decisamente di più che in Germania e in Francia, questa volta accomunate fra loro. La notizia non deve tuttavia rallegrarci troppo, perché il fenomeno discende essenzialmente dal fatto che il tasso di occupazione italiano muoveva da un livello bassissimo; tuttora, nonostante l'inseguimento compiuto, è molto più basso che negli altri due paesi, al 57%, mentre è al 63-64% nel resto dell'area. Il tasso di occupazione femminile è ancora più basso, 10 punti sotto la media europea, al 45%.

Soprattutto, dove Germania e Francia sono chiaramente allineate fra loro ed è l'Italia a fare da *outlier* è nella produttività media del lavoro, cresciuta in Italia soltanto del 5% nel decennio, contro tassi superiori al 10% in Germania e in Francia.

Quindi, dietro la bassa crescita italiana c'è, oltre e più ancora che un problema demografico, un difetto fondamentale di competitività internazionale dei nostri prodotti, segnatamente di quelli industriali, che sono i principali beni *tradable*.

Il caso tedesco è diverso. La Germania ottiene risultati, in termini di crescita economica, deludenti come quelli italiani, però con una diversa composizione della domanda aggre-

[1] I quattro dati dovrebbero teoricamente sommare algebricamente al primo, cioè al tasso di crescita del PIL: in realtà così non è, ma solo perché le fonti statistiche sono diverse.

gata. Lo vediamo dal **grafico 5**, in cui per entrambi i paesi si distinguono, per i quinquenni 1995-2000 e 2000-2004, la domanda nazionale e le esportazioni nette, cioè il saldo fra esportazioni e importazioni. Si nota subito la diversità dei casi: in Italia quel po' di crescita che c'è stata è stata sostenuta dalla domanda nazionale, mentre le esportazioni nette davano un contributo negativo; viceversa, soprattutto negli ultimi anni, quel po' di crescita che c'è stata in Germania è stata tutta dovuta alla ancora straordinaria competitività internazionale di quel sistema produttivo. La Germania ha un problema di domanda nazionale, che è crollata negli ultimi quattro anni, per una serie di ragioni (politiche, sociali) su cui non ci soffermeremo.

## Il "guasto strutturale" dell'economia italiana

Ripercorriamo brevemente l'itinerario logico sotteso all'analisi, compiuta ormai più volte (anche lo scorso anno in questa stessa sede), del difetto di competitività internazionale dell'economia italiana.

Le quote di mercato sono il principale indicatore di performance di un paese nel commercio internazionale. Nel **grafico 6** si mostra innanzitutto, per Italia, Francia, Germania e Spagna, un indicatore "non tradizionale" di quota di mercato, costituito dal rapporto tra il valore aggiunto industriale del paese di volta in volta considerato e la somma del valore aggiunto industriale di tutti i paesi concorrenti (circa una trentina, inclusi la Cina, l'India, e diversi paesi dell'Est europeo).

Questo indicatore ha il vantaggio, rispetto al tradizionale rapporto fra esportazioni di un paese ed esportazioni mondiali, di cogliere la competizione su tutti i mercati, inclusi i mercati domestici dei paesi concorrenti, e non solo sui mercati "terzi". Ne emerge un apparente paradosso: a

eccezione degli ultimi anni, la Germania pare andar peggio dell'Italia. A pesare nella *performance* tedesca, tuttavia, è proprio il mercato interno. Dall'indicatore tradizionale di quota di mercato (**grafico 7**), che isola la competizione fra prodotti nazionali e prodotti dei concorrenti sui comuni mercati di sbocco, si nota come il risultato tedesco divenga molto più positivo, sia nell'arco dell'intero periodo, sia anche nella tendenza recente, mentre l'indicatore italiano precipita verso il basso e arriva a un risultato che è il peggiore dei quattro paesi.

Tutto questo è riepilogato nella **tavola 3:** sui mercati terzi, la quota italiana crolla di oltre un terzo, passando dal 4,5 al 2,9% del commercio mondiale. Quella francese si abbassa, ma di poco. Quella tedesca aumenta di un quinto.

Da che dipende la competitività di un prodotto nel commercio internazionale? In generale, dalla sua qualità relativa, dalle politiche di prezzo e di profitto dell'impresa produttrice e dai costi unitari, in particolare da quello del lavoro, a sua volta pesantemente influenzato dalla produttività (**tavola 4**).

Concentriamoci su quest'ultima, che è il problema principale. Nella **tavola 5** sono esposti dati ormai notissimi, che fanno vedere come il costo del lavoro per unità di prodotto in Italia, sempre dal 1995 al 2004, sia aumentato molto più che negli altri due paesi con i quali ci confrontiamo. Nel contempo, i redditi reali dei lavoratori sono cresciuti in Italia solo del 3% in dieci anni, un po' più che in Germania ma decisamente meno che in Francia. Quindi, il problema non sta in salari "troppo" alti. Il problema è nella produttività, in particolare in quella componente della produttività media del lavoro che è ascrivibile alla capacità delle imprese di combinare in modo ottimo i fattori della produzione, il capitale e il lavoro; questa componente, detta produttività totale dei fattori, in Italia è rimasta quasi ferma, mentre cresceva notevolmente in Germania e in Francia.

Per spiegare questa *défaillance* italiana occorre rammentare una storia ormai narrata varie volte, ma ancora non abbastanza metabolizzata nel dibattito di politica economica.

Il paradigma tecnologico mondiale sta mutando, e sta dando luogo a una rivoluzione industriale, già iniziata nell'economia *leader* del mondo, quella americana. La generalità delle imprese americane hanno intensivamente adottato negli assetti organizzativi e nei processi produttivi le nuove tecnologie dell'informazione e della comunicazione, ottenendone enormi guadagni di produttività. Questo fenomeno in Europa si sta sviluppando più lentamente, e in modo differenziato: di più in alcuni paesi del Nord Europa, molto poco in Italia. Perché?

Perché l'Italia ha delle peculiarità strutturali ostative: poche imprese medio-grandi, troppe imprese specializzate nelle produzioni tradizionali. Infatti, le tecnologie che animano il nuovo paradigma produttivo mondiale mal si prestano a consentire guadagni di efficienza al di sotto di una scala produttiva minima, o in settori dalla intensità tecnologica troppo bassa[2].

## Il ruolo della politica economica

Il ruolo della politica economica nel fronteggiare la questione della competitività internazionale dell'economia italiana è complesso: il compito è irto di dilemmi sociali e politici, poiché si tratta di andare a modificare due fatti strutturali, di natura micro-economica, come la dimensione e la specializzazione produttiva delle imprese industriali, radicati nella storia e nel costume della società italiana. Le politiche macro non possono nulla contro problemi di questo tipo.

---

[2] Si vedano le ricerche contenute in *La Nuova Economia: i fatti dietro il mito*, a cura di S.Rossi, Il Mulino, Bologna, 2003.

La chiave di volta sta nell'innovazione tecnologica, nella capacità innovativa.

Il Servizio Studi della Banca d'Italia ha intrapreso nei mesi scorsi un'indagine presso una serie di imprese industriali: una sorta di piccolo viaggio nella realtà industriale italiana. Ci siamo concentrati per il momento in una provincia del Nord, assunta come rappresentativa della realtà nazionale. Stiamo incontrando prevalentemente medi imprenditori, perché è la fascia media dell'industria italiana quella ora schierata in prima linea sul fronte del commercio internazionale, e che resiste meglio all'urto dell'accresciuta concorrenza. Ci stiamo imbattendo in una serie di storie estremamente istruttive, nel bene e nel male.

L'evidenza che sta emergendo da questa ricerca è che la via d'uscita per le imprese italiane consiste – lo dico con uno slogan – nell'operare uno "sconfinamento settoriale" verso l'alto. Un'impresa che operi in un settore a intensità tecnologica relativamente bassa deve trovare il modo di sconfinare nel settore adiacente a intensità tecnologica un po' più alta. Non possiamo pensare che chi fa scarpe si metta a produrre computer. Possiamo pensare che un'impresa del settore meccanico che produce, ad esempio, serrature – e cito un caso specifico che ho personalmente analizzato – innovi la gamma dei prodotti e realizzi, sempre per fare un esempio, serrature con un'anima elettronica, sconfinando in tal modo nel settore cosiddetto della "meccatronica". Quell'impresa riguadagnerebbe così un vantaggio competitivo prezioso, misurabile in alcuni anni, rispetto ai concorrenti dei paesi emergenti, che stanno invadendo il settore con prodotti perfettamente imitati, in qualche caso contraffatti. Ma per far questo l'impresa deve disporre al suo interno di un laboratorio di Ricerca e Sviluppo, per quanto piccolo. Questo presuppone una scala dimensionale non minuscola.

L'innovazione è fondamentale. Soprattutto quella dentro l'impresa, più ancora di quella che si fa nel settore pubblico.

Ed è centrale l'innovazione di prodotto, più ancora di quella di processo. E' il prodotto che deve avanzare, di almeno un passo o due in ogni settore, lungo la strada della complessità tecnologica.

Il **grafico 8** è tratto da uno studio recente dell'OCSE. Vi si mostra la spesa in R&S negli anni 1996-2000 in una serie di paesi. Esso riporta sull'asse orizzontale la spesa pubblica (non business) e sull'asse verticale quella privata (business). L'Italia, è noto, è molto indietro, soprattutto nella parte privata della spesa, ma anche in quella pubblica. Il **grafico 9**, tratto dal medesimo studio dell'OCSE, mostra la dinamica di queste variabili fra i primi anni ottanta e il periodo considerato: nel caso italiano, per quasi venti anni i livelli di spesa quasi non si sono mossi. Balzano agli occhi i casi svedese, finlandese danese; le economie scandinave hanno fatto salti da gigante e sono oggi all'avanguardia europea nell'intensità dello sforzo innovativo.

Una lezione da apprendere con umiltà e attenzione, se si vuole far uscire l'economia italiana dalle secche della stagnazione.

**Grafico 1**

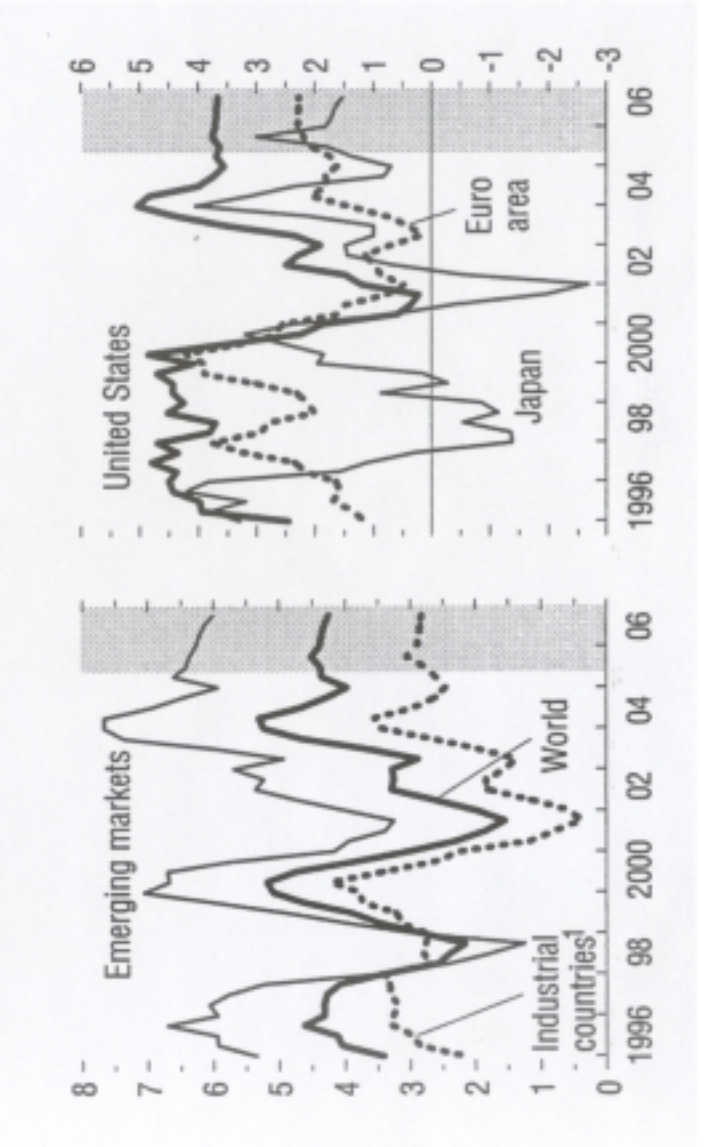

Emerging markets
World
Industrial countries[1]
United States
Euro area
Japan
1996
98
2000
02
04
06

**Grafico 2**

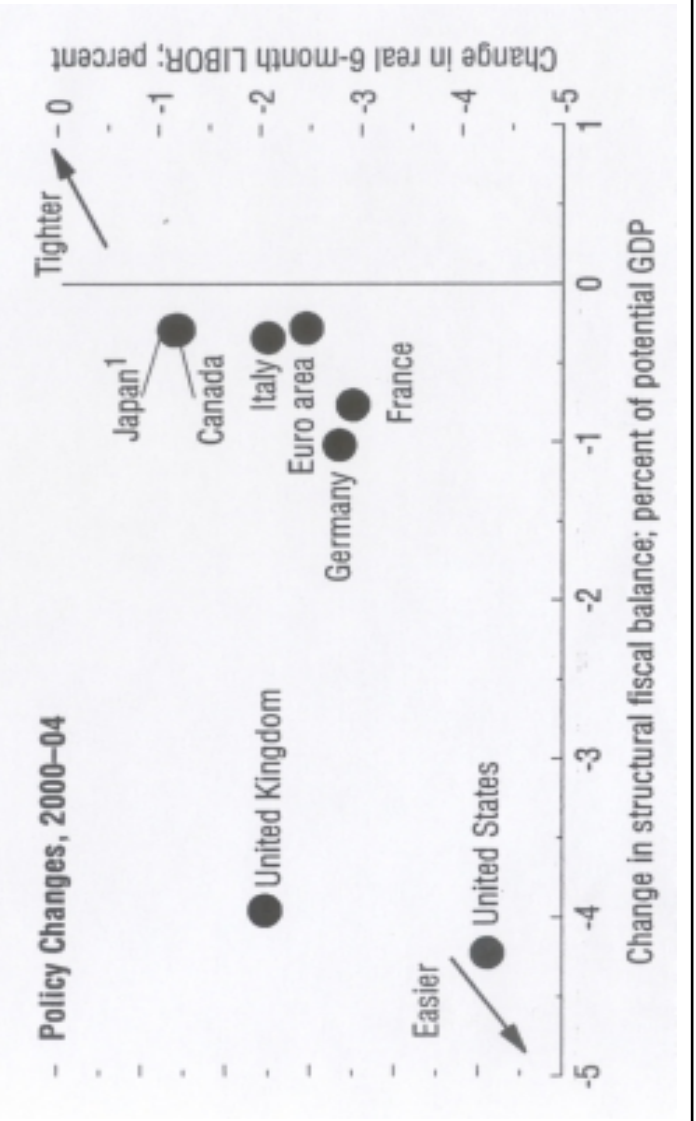

Policy Changes, 2000–04
Tighter
Easier
Japan[1]
Canada
Italy
Euro area
France
Germany
United Kingdom
United States
Change in real 6-month LIBOR; percent
Change in structural fiscal balance; percent of potential GDP
0
-1
-2
-3
-4
-5
1

**Grafico 3**

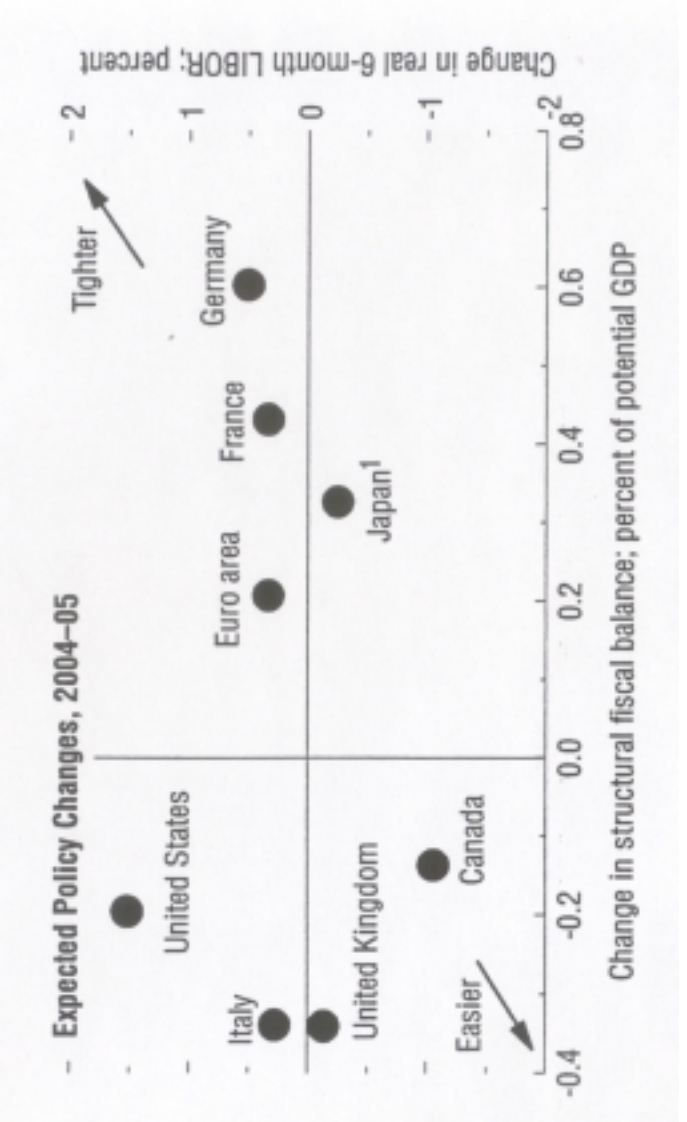
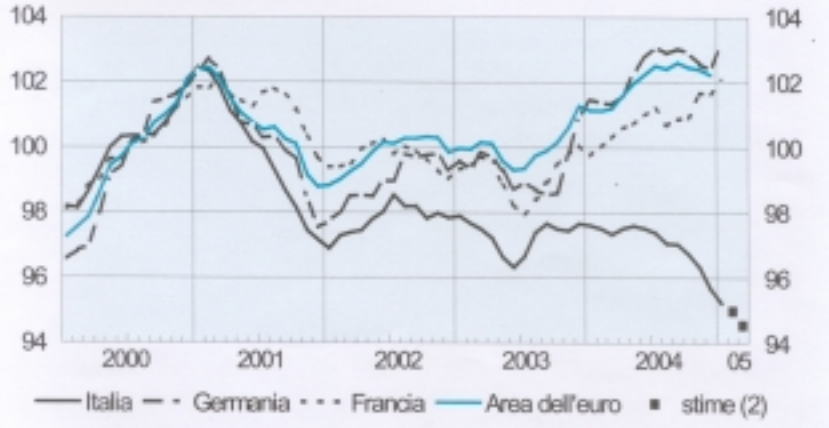

Expected Policy Changes, 2004–05
Tighter
Easier
United States
Italy
United Kingdom
Canada
Euro area
France
Germany
Japan[1]
Change in real 6-month LIBOR; percent
2
1
0
-1
-2
-0.4
-0.2
0.0
0.2
0.4
0.6
0.8
Change in structural fiscal balance; percent of potential GDP

**Grafico 4**

Produzione industriale nell'area dell'euro e in alcuni paesi dell'area (1)
*(dati mensili)*




*Fonte*: elaborazioni su statistiche nazionali e Commissione europea.

(1) Indice: 2000=100. Medie mobili dei 3 mesi terminanti nel mese di riferimento. Dati rettificati per il diverso numero di giornate lavorative nel mese e destagionalizzati.

(2) Basate sui consumi di elettricità e sugli indicatori ISAE.

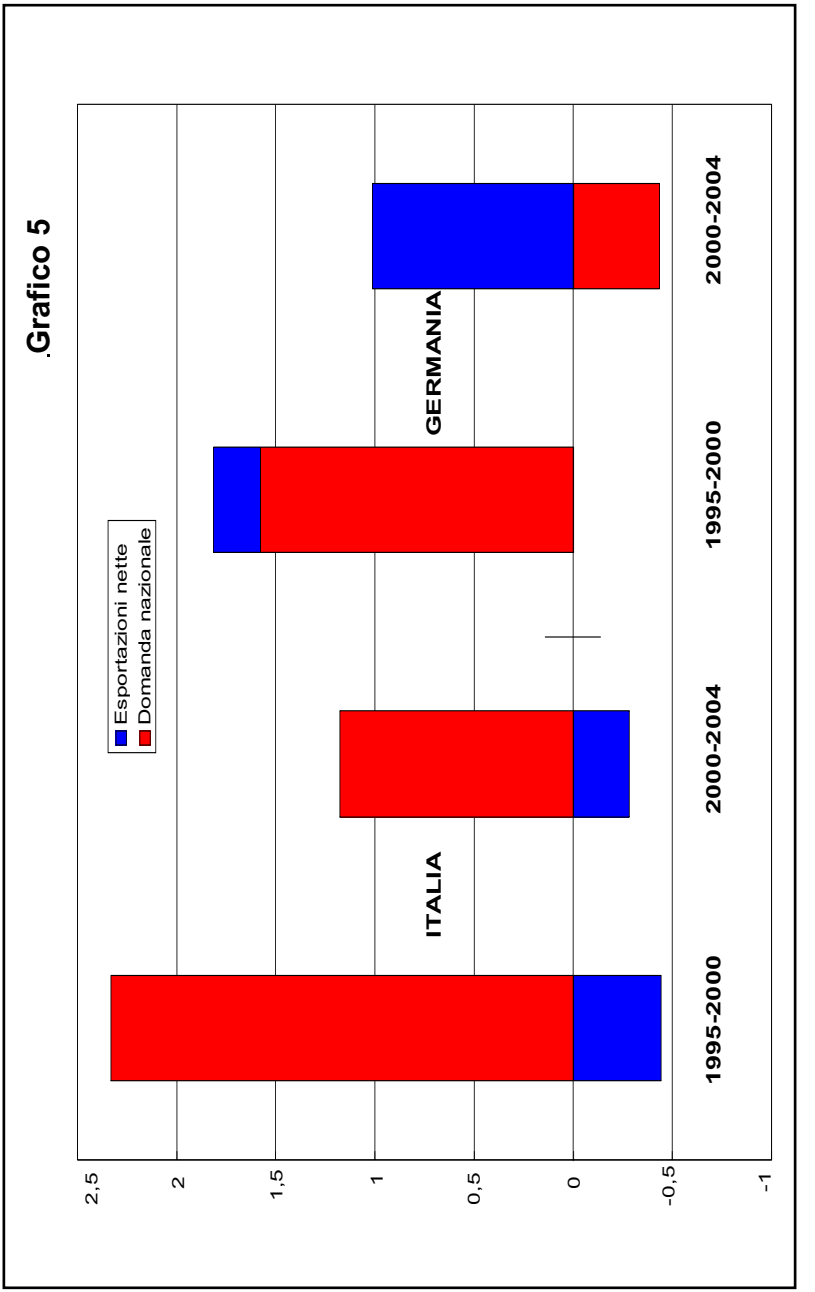


Grafico 5
Esportazioni nette
Domanda nazionale
2,5
2
1,5
1
0,5
0
-0,5
-1
ITALIA
GERMANIA
1995-2000
2000-2004
1995-2000
2000-2004

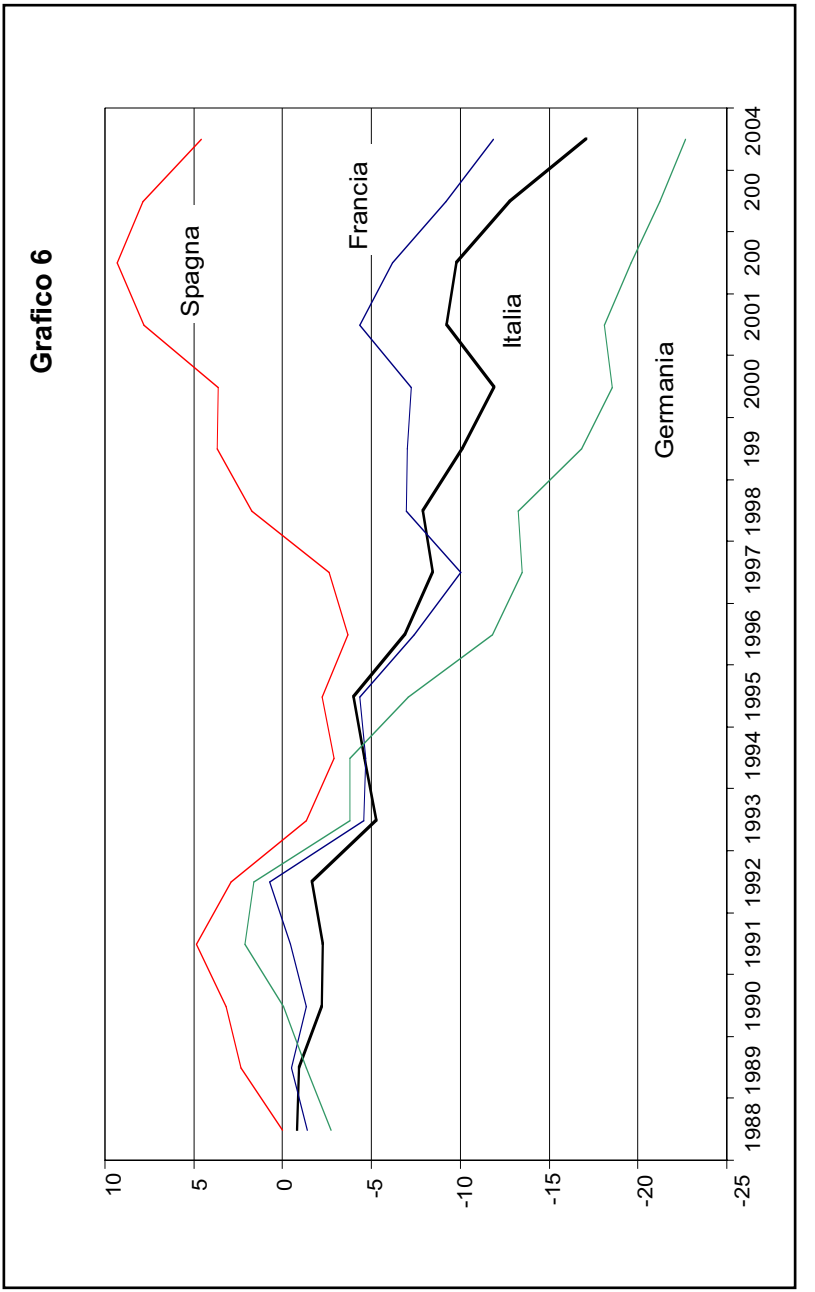


Grafico 6
Spagna
Francia
Italia
Germania
10
5
0
-5
-10
-15
-20
-25
1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 199 2000 2001 200 200 2004

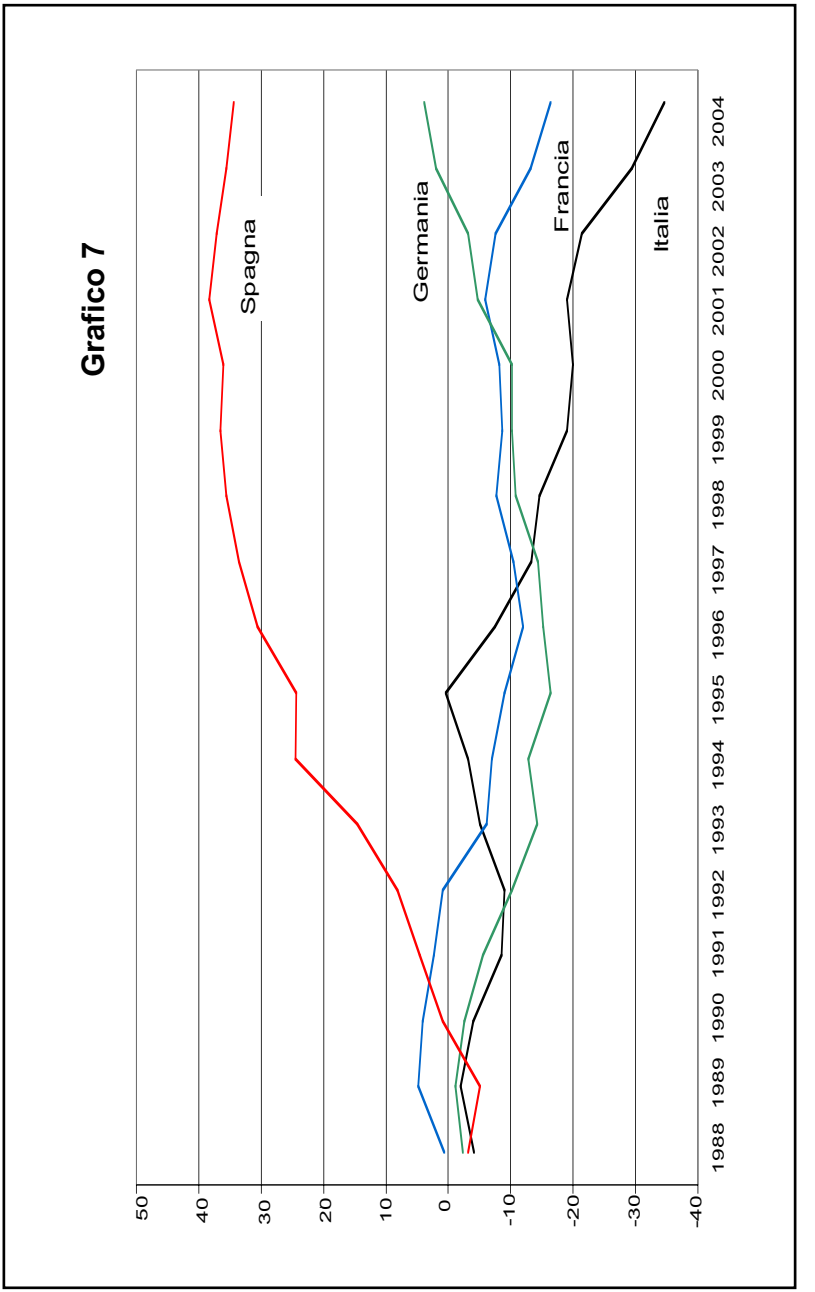
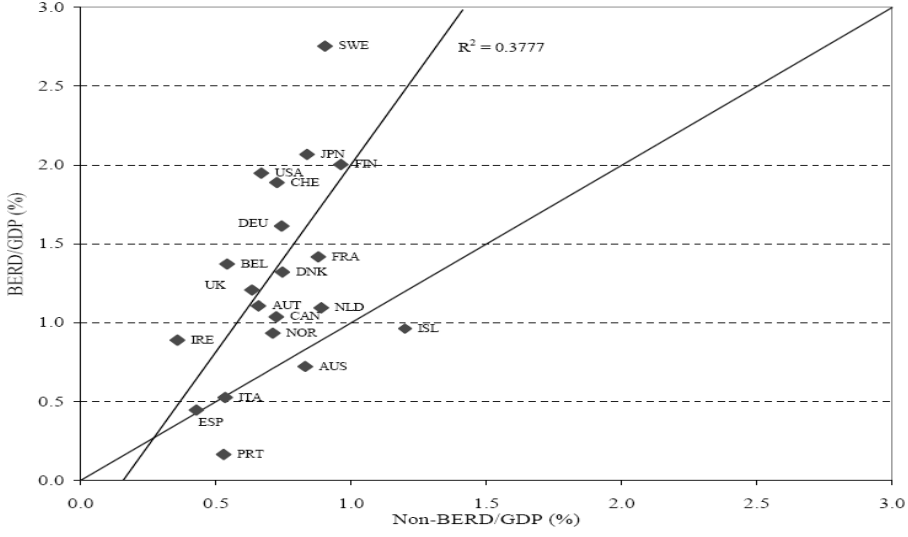


Grafico 7
Spagna
Germania
Francia
Italia
50
40
30
20
10
0
-10
-20
-30
-40
1988 1989 1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004

## Grafico 8

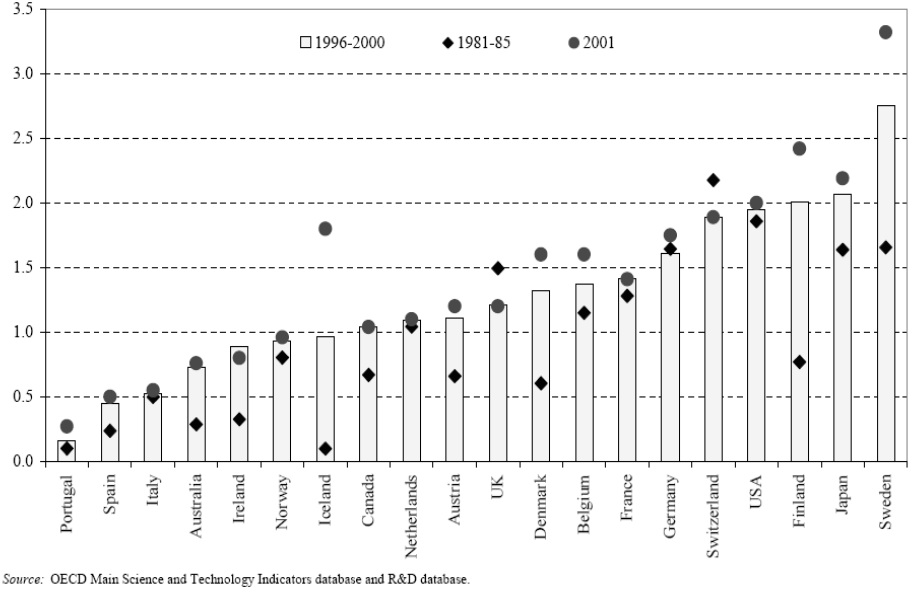
Figure 2.3 **Business and non-business R&D intensity, 1996-2000**[1]
Average per annum




1. The regression line excludes Iceland, which is an important outlier.
*Source:* OECD Main Science and Technology Indicators database and R&D database.

## Grafico 9

Figure 2.1 **Business sector R&D intensity**
% of GDP, average per annum




*Source:* OECD Main Science and Technology Indicators database and R&D database.

**Tavola 1**

**Andamenti di lungo periodo del PIL, in Italia e in altri paesi**

*(tassi medi annui di variazione; in percentuale)*

| | Italia | Francia | Germania | Spagna | Stati Uniti |
|---|---|---|---|---|---|
| 1950-1970 | 5,6 | 5,0 | 5,9 | 5,7 | 3,6 |
| 1970-1980 | 3,6 | 3,3 | 2,7 | 3,5 | 3,2 |
| 1980-1990 | 2,3 | 2,5 | 2,2 | 2,9 | 3,3 |
| 1990-2000 | 1,6 | 1,9 | 1,9 | 2,7 | 3,3 |
| 2000-2004 | 0,9 | 1,7 | 0,6 | 2,6 | 2,5 |

*Fonte: elaborazioni su statistiche nazionali e della Commissione Europea. Per il 2004, per Italia, Francia e Spagna, stime basate sui conti trimestrali.*

**Tavola 2**

**Pil e variabili demografiche**

*(variazioni cumulate percentuali dal 1995al 2004; intera economia*

| | Italia | Germania | *Francia* |
|---|---|---|---|
| **Pil** | **13,9** | **11,5** | **21,8** |
| **Popolazione Totale** | **1,3** | **1,3** | **6,3** |
| **Quota della popolazione in età da lavoro (1)** | **-2,0** | **-1,5** | **-0,6** |
| **Tasso di occupazione (2)** | **11,3** | **2,6** | **4,1** |
| **Produttività media del lavoro (3)** | **5,4** | **12,0** | **10,5** |

*(1) Popolazione 15-64 su popolazione totale*
*(2) Occupati totali su popolazione 15-64*
*(3) Basate sulla occupazione stimata dai conti nazionali*
*Elaborazioni su dati Istat, Eurostat*

**Tavola 3**

**Riepilogo delle quote su tutti i mercati**

*(variazioni percentuali cumulate dal 1995 al 2004;*
*prodotti industriali; prezzi costanti)*

| | Italia | Germania | Francia |
|---|---|---|---|
| **Quota globale [1]** | **- 13,6** | **- 16,8** | **-7,9** |
| **Quota sui mercati terzi [2]** | **-35,1** | **20,3** | **-7,5** |

*Fonte: Elaborazioni su dati Banca d'Italia, Fondo Monetario Internazionale, Banca Mondiale.*
*1Valore aggiunto industriale del paese in colonna in rapporto a quello complessivo dei 27 principali paesi concorrenti nel commercio mondiale.*
*2 Esportazioni del paese in colonna in rapporto al totale delle esportazioni Mondiali.*

**Tavola 4**

## La deriva dell'economia italiana: dal sintomo alle cause

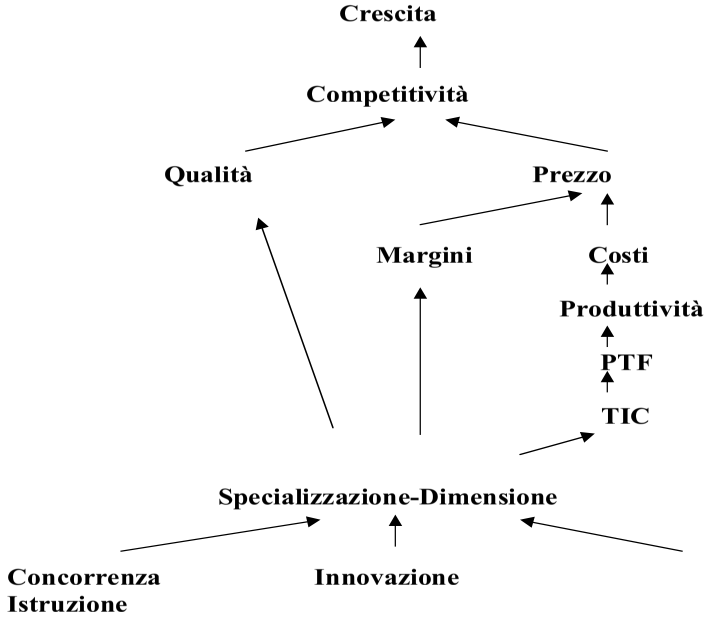


Tavola 5

**I costi unitari del lavoro e la produttività**

*(variazioni cumulate percentuali dal 1995 al 2004; intera economia)*

| | Italia | Germania | Francia |
|---|---|---|---|
| Clup | 21,6 | -0,3 | 10,7 |
| Costo del lavoro | 28,2 | 11,7 | 22,5 |
| Costo del lavoro in termini | 3,1 | -0,3 | 5,9 |
| Produttività media del | 5,4 | 12,0 | 10,5 |
| Produttività totale dei | 1,8 | 3,1 | 6,2 |

Elaborazioni su dati Istat, Eurostat e Commissione Europea

**Prof. Domenico DELLI GATTI,**
Professore Ordinario di Economia Politica nell'Università Cattolica del S. Cuore di Milano

## Eurosclerosi: strutturale o indotta?

L'incapacità di crescere è un problema europeo, prima che italiano, prevalentemente dell'Europa continentale e in particolare di Germania, Francia e Italia. La crescita dell' UE si dimezza agli inizi degli anni '70, si colloca poco sopra il 2% fino al 2000, si dimezza di nuovo nei primi anni del nuovo secolo. Per Italia e Germania la crescita rallenta in modo significativo un po' prima, ossia all'inizio degli anni 90. Un discorso sostanzialmente analogo riguarda la Francia. Il quadro è invece più variegato per la Gran Bretagna.

Gli economisti sono abituati a dividere l' orizzonte temporale in periodi in base agli shock che scandiscono le fluttuazioni dell'attività economica. E' in un certo senso "naturale", quindi, associare il primo dimezzamento del tasso di crescita UE al mutamento di regime macroeconomico generato dal primo shock petrolifero e l'arresto della crescita nel nuovo secolo all'avvio dell'UME.

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

Per riflettere sui motivi per cui l'Europa non cresce in assoluto e relativamente agli USA, è utile individuare – almeno in linea di principio e per amor di discussione — due punti di vista contrapposti. Il primo punta l'attenzione sul ruolo della *domanda aggregata*, il secondo invece si concentra sull' *offerta aggregata*.

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

Vale la pena osservare, peraltro, che lo stato del dibattito sul futuro dell'economia europea è sostanzialmente cambiato negli ultimi vent'anni in direzione della visione offertista. Meno di vent'anni fa, infatti, nelle sedi competenti per l'analisi economica in ambito europeo si tendeva a dare un'interpretazione "equilibrata" (o ambigua?), sottolineando sia le deficienze da domanda che quelle d'offerta dell'economia europea e proponendo un approccio "a due mani" alla soluzione del problema stesso.[1] Più di recente, un gruppo di autorevoli economisti ha proposto una strategia in cui l'allentamento dei vincoli dal lato dell'offerta – ad esempio la flessibilizzazione del mercato del lavoro – serve a massimizzare l'impatto espansivo della politica della domanda aggregata.[2]

In un certo senso è comprensibile che l'opinione di consenso sul declino converga sui fattori da offerta. Molti econo-

---

[1] Così suona il titolo di un rapporto redatto per la Commissione Europea da un gruppo di esperti, AA.VV: "The Two-Handed Growth Strategy for Europe: Autonomy through Flexible Cooperation", *European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs Economic papers*, n.60.

[2] Modigliani F., Fitoussi J.P., Moro B., Snower D., Solow R., Steinherr A.. Sylos Labini P., "Manifesto contro la disoccupazione nell'Unione Europea", *Moneta e Credito*, 51, pp.327-61.

misti infatti condividono l'opinione secondo cui le fluttuazioni dell'attività economica dovute agli shock della domanda aggregata sono temporanee mentre gli effetti di shock dell'offerta aggregata sono destinati a persistere nell'economia. In realtà, questo modo di vedere le cose è discutibile. Molto spesso infatti, *si assume* che gli shock temporanei – ossia quelli che alla lunga non lasciano traccia nella dinamica del PIL — siano identificabili come shock da domanda e quelli persistenti siano invece caratterizzabili come determinati dall' offerta. In altri termini, si assume cioè che andrebbe invece dimostrato.

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

Anche questa affermazione apparentemente di buon senso, è discutibile. Dopo tutto, il lungo periodo è una successione di brevi periodi e non si vede davvero perché gli effetti di uno shock da domanda non possano travasarsi da un (breve) periodo all'altro.

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

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

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

Torniamo così alla questione della periodizzazione. Se l'arresto della crescita europea coincide con l'avvio dell'UME e se la sequenza temporale è almeno un indizio di causalità, è lecito chiedersi se il processo di convergenza e i meccanismi di funzionamento dell'UME che hanno imposto dapprima un prolungato sforzo di riappropriazione della disciplina di bilancio ai paesi "disallineati" e poi una camicia di forza alla gestione della domanda aggregata a tutti i partecipanti non abbiano in qualche misura contribuito a innestare una marcia più bassa del motore della crescita in Europa. In altri termini, l'Eurosclerosi di cui siamo attualmente testimoni è stata almeno in parte indotta dalle politiche di rientro dall'inflazione e dagli squilibri della finanzia pubblica – peraltro necessarie — adottate negli anni '90?

## Il punto di vista offertista

Un ottimo compendio del punto di vista offertista è il cosiddetto *rapporto Sapir*.[3] Al quesito: "perché l'Europa non

[3] AA.VV., *Europa, un'agenda per la crescita. Rapporto Sapir*, Bologna, Il Mulino, 2004.

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

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

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

Con riferimento al primo punto, confrontando la performance macroeconomica europea con quella statunitense, notiamo che il PIL pro-capite europeo è salito dal 40 al 70% del PIL pro-capite statunitense tra il 1950 e il 1970. Negli ultimi tre decenni il processo di convergenza si è fermato e a tutt'oggi il PIL pro-capite europeo è del 30% più basso di quello USA. Posto che il tasso di partecipazione è rimasto praticamente invariato, la relativa costanza del PIL pro-capite è l'effetto netto di tre tendenze:

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

Se non si fossero manifestate la seconda e la terza tendenza, il processo di convergenza non si sarebbe arrestato.

Alcuni economisti hanno attirato l'attenzione sul secondo fenomeno, interpretandolo come una manifestazione della "preferenza per il tempo libero" dei lavoratori europei (rispetto a quelli americani). Secondo questa interpretazione il secondo fenomeno è esclusivamente un effetto delle preferenze degli individui che *offrono* lavoro. Si ignora il fatto che la diminuzione delle ore lavorate potrebbe essere il prodotto di mutamenti dell'assetto del mercato del lavoro (maggior ruolo del lavoro a tempo determinato) o di cambiamenti delle "convenienze" delle imprese che *domandano* lavoro.

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

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

Il secondo punto della spiegazione offertista dell'eurosclerosi è l'inferiorità tecnologica dell'Europa (e, in questo ambito, in particolare dell'Italia). Lo sviluppo impetuoso dell'Europa nel dopoguerra e fino agli anni '70 – ossia nel periodo in cui la convergenza è effettivamente avvenuta – è stato (almeno) facilitato dall'importazione e dall'imitazione di tecnologie prodotte all'estero. Poiché imitare è più facile e meno costoso che innovare in proprio, la crescita europea ha finito con l'essere più veloce del paese leader tecnologico, ossia gli USA. Ma questo pattern di sviluppo ha ormai esaurito la sua spinta propulsiva. Il processo di convergenza si è quindi arrestato.

Queste affermazioni sono solo in parte corroborate dall'evidenza empirica. Come mostrato precedentemente, in realtà la produttività del lavoro (sia oraria che per addetto) è cresciuta molto più rapidamente in Europa che negli USA anche nei trent'anni finali del secolo scorso. Il discorso si fa più complicato con riferimento al quinquennio 1995-2000. Sia la produttività del lavoro che la Total Factor Productivity crescono più rapidamente negli USA che in Europa. In effetti il 1995-96 è considerato lo spartiacque tra lo status tecnologico precedente e quello successivo all'introduzione su vasta scala dell'ICT.

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

Esiste quindi qualche indizio che nel corso degli anni '90 l'Europa sia stata sorpassata dagli USA dal punto di vista tecnologico. Ma da cosa deriva la capacità di un paese di innovare e soprattutto di innovare per primo? Su questo tema, la teoria economica moderna nella sua versione offertista offre, per l'appunto, una pletora di argomenti. Tra questi spiccano le spese in Ricerca e Sviluppo e l'investimento in "capitale umano": innova di più chi spende di più in R&S e chi investe

di più in istruzione. Gli Stati Uniti sopravanzano l'Europa sotto questo duplice profilo? Come sempre, i dati supportano solo in parte la teoria ma neppure la smentiscono clamorosamente.

Alle soglie del 2000, ad esempio, il sistema pubblico e i privati negli USA spendevano in R&S il 2.5% del PIL mentre la UE si fermava al 2%, una differenza significativa ma non eclatante. In ambito europeo, poi lo scenario è molto eterogeneo: la Svezia e la Finlandia spendevano tra il 3 e il 3.5%, Francia e Germania tra il 2 e il 2.5%, l'Italia l'1%.

Più significative sembrano le differenze tra le due sponde dell'Atlantico per quanto riguarda il grado di istruzione della popolazione. Gli USA spendono per l'università il doppio dell'UE in rapporto al PIL e i laureati sono quasi un terzo della popolazione contro meno di un quarto in Europa. La situazione italiana, poi, è notoriamente molto peggiore di quella europea.

Se pensiamo al contesto necessario al manifestarsi dell'innovazione, peraltro, possiamo giungere a individuare nella crescita in aggregato dell'economia la principale condizione necessaria per l'innovazione. Ad esempio, la cosiddetta *legge di Verdoorn* afferma che il tasso di incremento della produttività è funzione crescente del tasso di incremento dell'output aggregato. Secondo questa legge – che è uno dei fatti stilizzati della crescita economica secondo Kaldor – sono più produttive le economie che crescono di più. Si tratta, in un certo senso, di un rovesciamento del tradizionale nesso offertista secondo cui crescono di più le economie più produttive.

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

ga” almeno in parte la capacità di innovare negli USA negli anni ’90.

Il terzo elemento che viene ripetutamente sottolineato nella interpretazione offertista è l’insostenibilità di lungo periodo del sistema previdenziale e di welfare tradizionale europeo. Non mancano posizioni estreme che imputano quasi esclusivamente alla generosità del sistema previdenziale l’arresto della crescita in Europa. La posizione del rapporto Sapir è più bilanciata: “Si potrebbe pensare che [l’attuale] livello di crescita [in Europa] sia solo la normale conseguenza della scelta dei paesi europei a favore di una politica previdenziale generosa. Questo modo di vedere non tiene però conto del fatto che, in una congiuntura fiacca, la sostenibilità del “modello europeo” finisce con l’essere sempre più compromessa” (Rapporto Sapir, p.138).

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

## Le peculiarità del “caso italiano”

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

Il nostro paese soffre degli stessi problemi strutturali discussi a proposito dell’Europa (rigidità del mercato del lavoro, inferiorità tecnologica, gravame del sistema di welfare).

Ad essi si aggiungono

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

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

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

Infine, cogliendo un elemento comune di molte analisi sulle origini del declino dell'economia italiana, Ciocca enfatizza l'eccessivo peso nel sistema industriale italiano delle piccole e piccolissime imprese, che non sono capaci di crescere e pertanto mostrano una scarsa capacità di innovare.[4]

---

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

Su quest'ultimo punto vale la pena di sottolineare una differenza di impostazione sostanziale tra il punto di vista offertista europeo – compendiato nel rapporto Sapir — e quello italiano, rintracciabile negli scritti di Ciocca, Nardozzi, Onida. Da entrambi i punti di vista è cruciale la capacità di innovare delle imprese, vuoi perché ad essa è riconducibile la capacità di crescere dell'economia europea, vuoi perché ad essa si può ricorrere per ovviare al deficit di competitività delle imprese italiane. L'enfasi sulla necessità di accrescere la dimensione media delle imprese per incentivare la capacità di innovare, eventualmente con opportune politiche industriali, tuttavia, sembra peculiare del punto di vista italiano.

"Quello di cui c'è bisogno – recita infatti il rapporto Sapir (p. 5) – sono imprese contraddistinte da *un'integrazione verticale meno forte*, da una maggior mobilità della manodopera all'interno delle imprese e da un'impresa all'altra, con opportunità più numerose di qualificazione professionale…" (enfasi aggiunta).

Il punto di vista italiano è in realtà ovviamente basato sul fatto che la frammentazione del sistema industriale del nostro Paese non ha eguali in Europa ed è addirittura aumentata nell'ultimo decennio. Infatti la dimensione media dell'industria italiana si è ridotta da 4.5 a 3.9 addetti tra il 1991 e il 2001.[5]

## Il punto di vista domandista

Contrariamente a quanto accade per il punto di vista offertista, il cui manifesto è il rapporto Sapir, non esiste un documento che organizzi sistematicamente il punto di vista, chiamiamolo

[5] Si osservi che la frammentazione è in realtà sottovalutata se ci si ferma alla dimensione media. La distribuzione delle imprese per dimensione, infatti, è notoriamente *asimmetrica* (in tutti i paesi industrializzati, non soltanto in Italia) con asimmetria a destra, ossia con la massa di probabilità concentrata nelle fasce dimensionali piccole. Inoltre, la concentrazione industriale tende a crescere in fase di espansione: la prolungata stagnazione degli anni 90 quindi ha ulteriormente contribuito alla frammentazione del sistema industriale italiano.

così, “domandista” ma molte voci sparse che esprimono scetticismo sui singoli punti della visione offertista o richiamano la necessità di integrarlo con un uso attento della leva della domanda aggregata.

Per tentare di esplicitare i caposaldi di una possibile interpretazione domandista, vale la penda di prendere le mosse dalla lucida e pessimistica analisi di Biasco: “Il punto cruciale in Europa sono le aspettative. Finché queste rimangono depresse – a causa della stessa bassa crescita passata…nonché delle deprimenti prospettive della domanda – la spesa rimane compressa e prevalgono comportamenti precauzionali e difensivi, che portano i privati a tenere a freno programmi a vasto raggio, l’allargamento della capacità produttiva o l’avventura in mercati rischiosi. Girando a basso ritmo, il settore privato autoconvalida i presupposti dei suoi comportamenti ed è indotto a perpetuarli…Il problema è che non possono affermarsi aspettative di crescita, né venire in essere comportamenti virtuosi che le riflettano senza che un’espansione effettiva abbia premuto sulla capacità produttiva per qualche tempo … e sia giudicata non episodica. Quando questo avviene la proiezione in avanti dell’espansione dei mercati allunga gli orizzonti di pianificazione temporale, porta a decisioni di spesa più audaci e induce un accrescimento del potenziale produttivo, che crea esso stesso le premesse affinché gli incrementi di capacità di offerta, generati in anticipazione, siano poi riempiti da addizioni effettive di domanda interna e di nuove esportazioni… Come conseguenza la produttività sale per via delle economie di scala e dell’introduzione di nuova tecnologia incorporata negli investimenti…l’inflazione rimane contenuta e l’economia trova spontaneamente elementi di flessibilità. Questa rimozione dell’incertezza che trova conferma in sé stessa è un processo che si avvia lentamente e poi si regge da solo (ammesso che non vi siano ostacoli insiti nelle situazioni finanziarie e di portafoglio degli agenti). Allora la spesa privata viene a sostituire quella pubblica come motore che tiene in vita il processo, in un meccanismo autosostenuto.

E' stato così negli anni '50 e '60, … è stato così negli Stati Uniti di Reagan e di Clinton e nella Germania dopo la riunificazione." S. Biasco, "Un'economia da sbloccare, anche dai dogmi", *Il Mulino*, 5, 2003, pp. 925-6.

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

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

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

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

Se la depressione dei mercati dei beni e del lavoro è persistente, le aspettative di reddito futuro e i consumi correnti rimangono depresse. Riforme del mercato del lavoro intese, ad esempio, a introdurre rapporti di lavoro a tempo determinato o a rendere meno garantista la legislazione di protezione dell'occupazione (e quindi ad abbattere i costi di licenziamento per le imprese ed accrescere la probabilità di essere licenziati in fase di congiuntura negativa per i lavoratori) o a ridurre i sussidi di disoc-

cupazione hanno un ovvio impatto negativo sulle aspettative di reddito futuro.

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

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

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

La stagnazione quindi tende ad autoperpetuarsi per effetto di un meccanismo di retroazione *(feedback)* positivo: alta disoccupazione oggi implica bassi consumi e quindi alta disoccupazione domani. Alcuni economisti si sono posti su questa strada interpretativa introducendo nel dibattito i concetti di *isteresi* e *path-dependence.*

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

Al di là dell'impatto di breve periodo, ad esempio del riequilibrio fiscale, che quasi certamente è stato negativo, non si può escludere un *effetto di lungo periodo* delle politiche contrattive della domanda aggregata via aspettative e accumulo di shocks.

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

La posizione domandista è dunque difendibile soprattutto dal punto di vista interpretativo. Ma solleva molte perplessità dal punto di vista normativo. Non può infatti implicare – se non per qualche sparuto nostalgico dei ruggenti anni '80 italiani – una scelta aprioristica a favore dell'espansione fiscale e monetaria in qualunque regime e sotto qualunque circostanza. La debolezza della posizione domandista sta tutta qui, nella difficoltà di coniugare la preferenza per il *fine tuning* dell'economia attraverso la domanda aggregata e la necessità di non abbandonare la disciplina fiscale e monetaria. Si tratta di una corda da trapezista sulla quale è molto difficile camminare. Ma vale la pena rifletterci.

**Dott. Matteo ARPE,**
Amministratore Delegato di Capitalia S.p.A.

## La gestione delle banche italiane nel 2004

### Il quadro macroeconomico e i conti economici delle banche

**Negli ultimi anni il sistema bancario italiano si è trovato a dover fronteggiare una fase ciclica negativa**. Dopo aver raggiunto un picco di redditività nel 2000 (11,5% il ROE), in concomitanza del punto di massimo della fase espansiva del ciclo e del boom dei mercati azionari, ha avuto inizio un graduale processo di erosione degli utili, legato al deterioramento del quadro macroeconomico, allo scoppio della bolla speculativa dei mercati finanziari e al peggioramento della qualità del credito. In un contesto ambientale avverso, le banche italiane hanno mostrato una forte capacità di tenuta, sperimentando già nel 2003 un'inversione di tendenza nei conti economici, con una ripresa della redditività. Il ROE si è, infatti, portato dal 6,2% del 2002 al 7,2% nel 2003, un valore che – sebbene inferiore ai massimi toccati nel 2000 – si è mantenuto ben al di sopra dei livelli registrati nella prima metà degli anni novanta.

**Anche il 2004 è stato un anno critico e irto di difficoltà per le banche italiane,** nonostante la fase di forte espansione dell'economia mondiale (la più intensa degli ultimi trenta anni) che ha avuto soprattutto negli Stati Uniti e nell'area asiatica i suoi centri propulsori. L'economia europea e quella italiana in particolare hanno, infatti, beneficiato solo marginalmente di tale crescita, sperimentando solo una debole ripresa (in Italia, 1,2% la crescita del Pil reale nel 2004 a fronte dello 0,3% del 2003; in Europa crescita del 2% rispetto allo 0,5% ). Ciò nonostante il credito bancario ha continuato a svilupparsi a ritmi ben superiori a quelli del Pil nominale (5,7% la crescita media annua degli impieghi rispetto a uno sviluppo del Pil

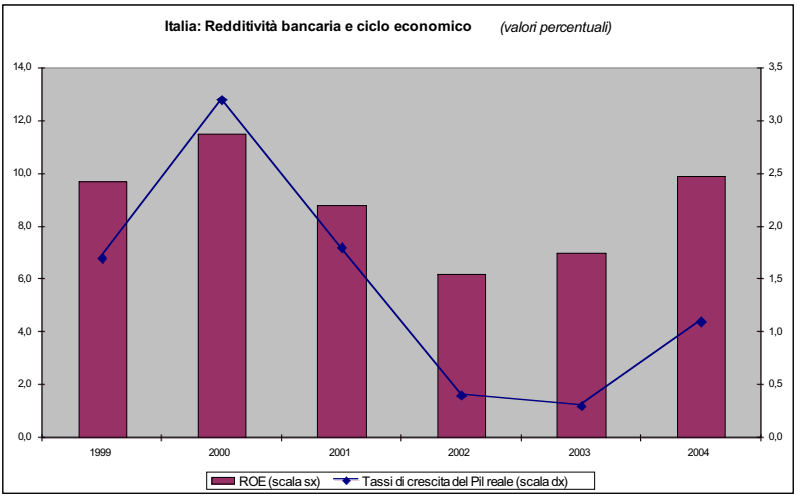
nominale del 3,5%), grazie all'elevata crescita della componente a medio lungo termine.

Nel corso del 2004 è stato soprattutto il **credito alle famiglie consumatrici** (circa 16% l'incremento tendenziale a fine anno rispetto all'11% di dicembre 2003) **uno dei principali driver della crescita dell'intermediazione**. La componente sia dei mutui per l'acquisto di abitazioni (19,8% l'aumento su base annua a dicembre, in lieve rallentamento rispetto al 22% di fine 2003) sia del credito al consumo (15,3%) è risultata, infatti, in forte espansione, sperimentando ritmi di crescita ben più elevati di quelli dell'area dell'euro. Diversi fattori (tassi di interesse contenuti, fase favorevole del mercato immobiliare, fattori socio-demografici, vasta gamma di prodotti offerti) hanno contribuito a sostenere tale attività, una delle più "appetibili" per le banche italiane in quanto ben lontana dalla fase di maturità. In Italia, il mercato del credito alle famiglie si caratterizza, infatti, per un grado di penetrazione notevolmente inferiore a quello dell'area dell'euro e tra i più bassi nell'ambito dell'Unione Europea.

Il **mutuo**, in particolare, ha sperimentato negli ultimi anni un periodo di elevato sviluppo nell'ambito dell'offerta di prodotti di finanziamento al segmento famiglie. Il ruolo strategico assegnatogli dagli intermediari finanziari deriva – oltre che dalle opportunità di crescita che esso offre – anche dalla valenza fidelizzante e dalle potenzialità di *cross-selling*. La capacità innovativa degli intermediari finanziari ha saputo trasformare il mutuo da un prodotto tradizionale e standardizzato in un prodotto molto flessibile in grado di modularsi secondo le diverse caratteristiche socio-economiche della clientela. Le strategie di tipo *price*, accompagnate da una forte differenziazione *non-price*, hanno di fatto allentato i vincoli di liquidità delle famiglie, consentendo l'accesso al credito anche a soggetti richiedenti che non avrebbero potuto sostenere la rata di un mutuo a scadenza ridotta o con piano di ammortamento eccessivamente rigido (quali ad es. famiglie con reddito

medio-basso e lavoratori autonomi o precari caratterizzati da una periodicità variabile dei flussi di cassa).

**Molto più contenuta è risultata nel 2004 la dinamica del credito alle imprese non finanziarie** (4,2% l'incremento tendenziale a fine anno rispetto al 6,6% di fine 2003) che – pur beneficiando di una congiuntura favorevole del settore delle costruzioni e di quello dei servizi – ha risentito della fase di stagnazione in cui versa il settore manifatturiero. In tale contesto la domanda di credito delle imprese è stata soprattutto legata ai processi di ristrutturazione in atto e alla ricomposizione del debito verso il comparto a più lunga scadenza.




Fonte: Istat, Banca d'Italia; per il 2004 ROE semestrale, espresso in ragione d'anno.

**Nonostante le difficoltà, nel 2004 le banche italiane sono riuscite a migliorare ulteriormente i propri conti economici realizzando un miglioramento della redditività**. Pur in presenza di un peggioramento della redditività operativa (-1,04% la flessione su base annua del risultato di gestione per i gruppi creditizi nel primo semestre 2004; -0,9% il calo del margine di intermediazione), nel primo semestre 2004 il rendimento del capitale e delle riserve, espresso in ragione d'anno, è salito al 9,9%, riflettendo – oltre ad attente politiche di

costo e di gestione dei rischi - soprattutto un netto miglioramento della gestione straordinaria derivante in larga parte da modifiche intervenute nella normativa contabile e fiscale.

**La risposta a un contesto ambientale non favorevole si è sviluppata secondo due principali strategie, differenziate a seconda della dimensione dei gruppi creditizi**:

- le **small cap** hanno fatto affidamento sull'acquisizione di quote di mercato nell'attività di intermediazione più tradizionale;
- le **big cap** hanno, invece, puntato a una migliore gestione dei rischi e contenimento dei costi.

Osservando l'andamento del margine di intermediazione dei diversi gruppi bancari distribuiti in *peer group* (grandi, medi e piccoli)[1] si riscontra come i maggiori gruppi bancari siano stati gli unici nel primo semestre ad aver registrato una dinamica negativa del margine d'intermediazione, sperimentando una flessione del 3,2%, a fronte di un aumento del 2,3% dei Gruppi medi e del 2,8% dei Gruppi piccoli. Per i grandi Gruppi la contrazione del margine è imputabile alla flessione del margine d'interesse (-4% su base annua a fronte del +3,9% per i Gruppi medi e +2,7% per i Gruppi più piccoli) determinata ancora dalla scelta di molte banche di ridurre l'esposizione verso determinate tipologie di controparti al fine di ridurre l'esposizione complessiva in termini di *Risk Weighted Assets* (RWA).

I Gruppi di medie e minori dimensioni sono, invece, riusciti ad aumentare i margini economici della gestione denaro, sperimentando una crescita dei volumi in grado di più che

[1] L'analisi dei *peer groups* si basa sull'elaborazione effettuata da Prometeia sulle rilevazioni contabili dell'ABI su 36 Gruppi bancari; "Analisi dei bilanci bancari", Dicembre 2004. Le variazioni su base annua utilizzate sono variazioni non ponderate, calcolate come medie semplici delle variazioni, al fine di non appiattire le differenti tendenze a livello di *peer group*.

compensare la riduzione dello spread sui rendimenti. Gli impieghi sono aumentati del 4,5% e 13,3% rispettivamente per i Gruppi medi e piccoli a fronte di un incremento di appena l'1,6% per i grandi Gruppi. I ritmi di crescita dell'attività creditizia sono risultati sostanzialmente allineati a quelli di *funding* per tutte le categorie dimensionali (+4,3% l'aumento tendenziale della raccolta totale, diretta più indiretta; +10,2% per i Gruppi medi e +1,9% per i Gruppi grandi). E' ben noto che dietro alla diversa crescita dei volumi di intermediazione vi sono strategie molto diverse tra i diversi *peer group* in termini di politiche di mercato, di segmento e di *pricing*, determinate anche dalle differenti metodologie nella valutazione dei rischi introdotte nel processo di adeguamento a Basilea 2.

**Il peggioramento della qualità del credito è risultato più intenso per i Gruppi di medie e minori dimensioni**, con un incremento delle sofferenze lorde rispettivamente del 9,5% e 10% (5,9% l'incremento per i grandi Gruppi) nel primo semestre del 2004. Anche la dinamica delle rettifiche nette su crediti è risultata ben più sostenuta per i Gruppi più piccoli rispetto a quelli maggiori, nonostante questi ultimi presentino livelli di copertura dei crediti dubbi ben più elevati (il grado di copertura delle sofferenze è pari al 59% per i Gruppi grandi, a fronte del 55,3% dei gruppi medi e del 57% di quelli più piccoli).

La diversa crescita nell'attività d'intermediazione è peraltro stata accompagnata da un disallineamento nelle politiche di espansione dell'organico e della rete distributiva che hanno visto, da un lato, politiche di razionalizzazione nei Gruppi grandi, dall'altro, ancora investimenti e crescita nei Gruppi piccoli e medi. La positiva evoluzione dei margini del *peer group* di minore dimensione è stata, infatti, spesso accompagnata da una crescita relativamente intensa dei costi operativi (+4,5% l'aumento su base annua per i Gruppi minori e +2% per i Gruppi medi) che ha riflesso l'ampliamento sia della rete di sportelli (+3,8% a fronte del +0,5% del sistema) sia del numero dei dipendenti (+3,6% a fronte del -3,6 medio del sistema).

Al contrario, il controllo dei costi operativi continua a rappresentare una delle principali leve dei Gruppi di maggiori dimensioni (-2,3% la variazione tendenziale dei costi operativi) per mantenere soddisfacenti performance reddituali in un contesto ambientale difficile. Dopo le importanti operazioni di ristrutturazione e riorganizzazione dei gruppi bancari realizzati nel recente passato, l'attenzione dei grandi Gruppi è stata prevalentemente rivolta alla gestione delle integrazioni e messa in atto di piattaforme operative finalizzate al miglioramento dell'efficienza**.** In tale contesto si inserisce l'elevata attenzione ai costi e il perseguimento di economie di scala crescenti, nonostante i forti investimenti per adeguamenti informatici e informativi richiesti dall'introduzione di Basilea 2 e dall'applicazione dei nuovi principi contabili internazionali IAS/IRFS. L'applicazione delle nuove tecnologie (aste informatiche) e l'innovazione organizzativa (accentramento degli acquisti, ecc..) hanno reso, infatti, possibile risparmi di costo considerevoli.

I grandi Gruppi - che restano la categoria più efficiente (*cost income* pari al 62,3% rispetto al 63,9% dei Gruppi medi e del 64,4% di quelli piccoli), nonostante il miglioramento del *cost income* sia stato più contenuto rispetto a quello dei Gruppi medi a causa della minore dinamica dei ricavi - sono riusciti, non solo a ridurre in valore assoluto i costi, ma anche a mantenere l'indubbio vantaggio competitivo rappresentato da un'incidenza dei costi operativi sui volumi totali intermediati (impieghi più raccolta diretta e indiretta) molto più contenuta rispetto ai Gruppi di minori dimensioni. Tale performance è legata al minor peso sia delle spese amministrative sia di quelle del personale, ma soprattutto alla più elevata produttività in volumi intermediati dai dipendenti (il prodotto bancario lordo – costituito dalla somma di impieghi, raccolta diretta più indiretta – su dipendenti è pari a 9,6 mln. di euro per i Gruppi grandi rispetto ai 9,2 dei medi e ai 7,3 dei piccoli). Un elemento che può senz'altro aver contribuito a spiegare quest'ultimo dato sono i forti investimenti in tecnologia realizzati negli ultimi anni soprattutto dalle banche di più grande dimensione.

## La gestione dell'incertezza

In un contesto macroeconomico incerto, le banche italiane hanno dovuto fronteggiare **due ulteriori accadimenti nel 2004: gli scandali finanziari e le grandi ristrutturazioni.** Da un lato, infatti gli scandali finanziari legati alle crisi dei *bond* Cirio e Parmalat, hanno prodotto effetti non favorevoli sulla immagine delle banche e sulla relazione fiduciaria con i clienti, sottoponendo il settore bancario a una forte pressione da parte dell'opinione pubblica, dei media e delle istituzioni e ostacolando una sostanziale ricomposizione dei portafogli finanziari delle famiglie verso attività a maggior rischio/rendimento. Dall'altra, la crisi di primari gruppi industriali e finanziari ha provocato un'ulteriore accentuazione della fragilità competitiva delle imprese nazionali, soprattutto di maggiori dimensioni, con il conseguente impatto su sofferenze e rettifiche che ha impedito un rientro più significativo dai picchi generati nel 2003.

### A) Gli scandali finanziari e le pressioni sui margini nell'attività con la clientela

Il 2004 si è aperto con lo scoppio del più grande scandalo finanziario del dopoguerra. Esso si è aggiunto ad una serie di crisi successive che hanno avuto un impatto negativo sulla fiducia dei risparmiatori e sulla reputazione del settore bancario[2].

Gli scandali hanno messo in luce come **fiducia e reputazione** siano asset fondamentali per qualsiasi impresa, ma ancor di più per l'impresa bancaria, le cui attività si basano essenzialmente su processi informativi e fiduciari. Nel settore bancario la mancanza di fiducia si traduce in modo estrema-

---

[2] Le due crisi più importanti sono state:

- il default Cirio (novembre 2002): obbligazioni in circolazione per 1.125 milioni di euro.
- Il default Parmalat (dicembre 2003) ha avuto proporzioni analoghe: emissioni obbligazionarie pari a circa 7 miliardi di euro (oltre un quarto in possesso di residenti italiani), di cui circa 1,6 mld. collocati da banche italiane

mente rapido in una distruzione di valore per le imprese coinvolte. Non è un caso che negli Stati Uniti molte banche contengano il termine "Trust" nella loro denominazione sociale.

Nella letteratura economica[3] la reputazione è considerata un *asset* che, analogamente alle attività reali o finanziarie, richiede investimenti: la sua creazione è, infatti, graduale nel tempo e solo al termine del processo di investimento se ne possono cogliere i benefici. Inoltre, la reputazione, come qualsiasi altro *asset*, si perde gradualmente per effetto della scelta di ridurre o sospendere gli investimenti; può essere gestita attraverso un ciclo di investimenti, generalmente elevati all'inizio (*Reputation start-up effect*) e più contenuti in seguito per il mantenimento della qualità (*Reputation maintanance effect*).

**La reputazione dell'intermediario si fonda – oltre che sulle competenze – anche sulla sapiente gestione di tre aspetti cruciali: comunicazione, trasparenza, *accountability*.** L'*accountability* è centrale per ogni organizzazione: tutti i suoi membri devono essere "accountable", cioè, non solo responsabili delle proprie azioni, ma anche capaci di giustificarle in modo trasparente

**La fiducia si accompagna al tema della credibilità**. Nell'ambito del settore bancario, la *credibilità* della singola impresa è un fattore decisivo non solo per il successo della propria offerta ma anche per quello dell'intero comparto. La cattiva reputazione crea, infatti, un contesto difficile per tutti gli operatori, indipendentemente dal merito o dalla responsabilità di ciascuno.

---

[3] In particolare Mailath G. J. – Samuelson L. 2001, "Who wants a good reputation", in **Review of Economic Studies**, n.68. In tale modello si ritiene che la reputazione venga monitorata indirettamente (*imperfect monitoring*) attraverso la qualità dei servizi offerti dall'impresa alla clientela. Anzitutto, il modello di Mailath e Samuelson presuppone l'esistenza di due differenti tipologie di imprese: quelle "mediocri" che possono offrire solo prodotti o servizi di bassa qualità e quelle "competenti" che possono scegliere fra una pluralità di strategie. I consumatori, pur soffrendo di asimmetria informativa, ricevono segnali più o meno deboli che permettono di riconoscere la qualità dell'offerta.

**La cattiva reputazione (o la scarsa credibilità) può determinare** uno **sviluppo legislativo sfavorevole per il settore** e anche pregiudizi in sede di risoluzione delle controversie giudiziarie. L'esperienza recente ha dimostrato come l'ostilità "sociale" nei confronti delle banche si manifesti in elevate perdite (e rischi di perdite) quale effetto di "regolamentazione avversa". L'ABI ha quantificato in oltre 20 mld. di euro l'effetto negativo sulle banche di recenti provvedimenti "avversi" (usura, anatocismo, rinegoziazione mutui ecc..).

**Per rispondere alla crisi di fiducia dei risparmiatori le banche italiane hanno articolato una risposta a diversi livelli**. Per fronteggiare l'emergenza i maggiori gruppi hanno avviato iniziative volte a rimborsare in tutto o in parte i risparmiatori che avevano acquistato obbligazioni dei gruppi Cirio e Parmalat, sulla base di valutazioni, caso per caso, circa l'eventuale non corretta o non completa rappresentazione dei rischi dell'investimento e circa la sua adeguatezza rispetto alla situazione patrimoniale complessiva dei singoli risparmiatori.

Non è mia intenzione soffermarmi sui casi Parmalat e Cirio, sui quali mi limito a precisare che Capitalia ha deciso di intervenire con una iniziativa "forte" **("Protezione investimento")** che, senza indagare sui comportamenti degli operatori della rete e senza provocare alcuna "frattura" con il sistema[4], **è riuscita con successo a ristabilire un clima di fiducia**.

---

[4] **Capitalia,** che nell'ambito del collocamento di bonds Cirio e Parmalat si colloca tra i Gruppi solo marginalmente coinvolti (in base a una recente indagine effettuata dall'Università Bocconi solo 3 grandi Gruppi bancari hanno collocato i due terzi delle obbligazioni Parmalat e Capitalia non è tra questi), ha avviato e concluso con successo l'operazione "Protezione Investimento" con caratteristiche in parte originali. L'iniziativa, proprio perché mirata essenzialmente a salvaguardare la relazione fiduciaria con la clientela, ha riguardato – non solo i 663 clienti per obbligazioni Parmalat e Cirio, il cui collocamento sul mercato primario ha visto la partecipazione del Gruppo Capitalia (per i quali la copertura delle perdite è stata totale) – ma anche i circa 3.135 clienti che avevano effettuato investimenti in obbligazioni Cirio, Parmalat e Giacomelli e per le cui emissioni il Gruppo non ha avuto alcun ruolo (copertura al 50% delle perdite).

Ciò che desidero, invece, evidenziare è che gli scandali finanziari, nella loro gravità, sono stati solo il fenomeno contingente del 2004, che si è inserito in un più ampio cambiamento strutturale dei rapporti con la clientela, forse non compiutamente percepito dalle banche.

L'Autorità di vigilanza britannica attribuisce l'evoluzione di tale rapporto ad alcuni fattori che sono facilmente riferibili anche al mercato italiano.

Dal lato dei risparmiatori**:**

- la **complessità** delle scelte finanziarie e la confusione in cui versano questi soggetti**,** alle prese con problemi di gestione di attività e passività finanziarie che non hanno confronti nell'esperienza delle precedenti generazioni (assicurazioni, pensioni integrative, strumenti finanziari complessi). Problemi che si presentano mutevoli per la rapida evoluzione delle condizioni nell'arco della vita (dal posto fisso al lavoro flessibile; i divorzi e le coabitazioni; l'evoluzione dello stato sociale);
- la loro **modesta cultura** finanziaria (indagini in Gran Bretagna segnalano che il 23% non sa che cosa è una percentuale; 2/3 del pubblico non conosce la differenza fra un'azione e un'obbligazione…);
- la maggiore coscienza dei propri **diritti**, indotta e sostenuta da organizzazioni di protezione del consumo, campagne informative, ecc...

In sintesi, possiamo osservare che il cliente ha acquisito una chiara coscienza del suo ruolo, pur avendo contemporaneamente una ancora modesta consapevolezza delle sue esigenze e, quindi, scarsa capacità di discriminare fra i prodotti che acquista. **L'orientamento delle scelte del risparmiatore è diventato una responsabilità dell' intermediario.**

Dal lato delle banche**:**

- la forte crescita della **competizione** sul mercato banca-

rio, che può indurre a comportamenti eccessivamente aggressivi e spregiudicati;
- la percezione ancora limitata dei **“rischi di reputazione”.**

A livello di sistema bancario italiano, una risposta alle esigenze della clientela - che intende anche fornire una riqualificazione dell’immagine della banche - è rappresentata dalle iniziative rientranti nel c.d. Progetto PattiChiari. Queste iniziative tendono essenzialmente a certificare le condizioni di trasparenza nelle offerte di alcuni significativi prodotti e servizi finanziari (in questa prima fase otto iniziative). La maggiore trasparenza consente maggiore comparabilità e, quindi, induce a un innalzamento della concorrenza fra le banche a vantaggio della clientela.

**In un’ottica di medio termine tutte le banche stanno rivedendo le proprie politiche commerciali con riferimento alla relazione banca-cliente risparmiatore**, in linea con tendenze prevalenti a livello internazionale:
- l’offerta di prodotti/servizi viene testata per accertarne la rispondenza alla capacità del cliente di apprezzarne le implicazioni e i rischi oltreché, in termini competitivi, la capacità di fronteggiare, in condizioni di trasparenza, l’offerta della concorrenza;
- si segue con regolarità l’evoluzione del contesto economico, sociale e legale nell’ottica, non solo di prevenire la domanda di prodotti finanziari da parte dei consumatori, ma anche di assisterli nella diversa articolazione dei prodotti che ad essi sono già stati “venduti” (servizi post-vendita);
- massimo impegno viene dedicato per adeguare il materiale informativo alle esigenze di massima trasparenza, anche al fine di contribuire ad una maggiore consapevolezza della clientela alla complessità e ai rischi dell’ambiente finanziario;
- vengono migliorate le procedure per monitorare la qualità dei servizi prestati nonché per valutare opportuna-

mente le reazioni negative da parte della clientela prima che queste possano avere riflessi negativi di ampio respiro sulla reputazione e la redditività della banca.

Nelle banche intanto va assumendo una rilevanza crescente la funzione "compliance" – intesa come garanzia di rispetto non solo delle leggi e dei regolamenti, ma anche dei principi di correttezza, codici di condotta e *best practice* – ha assunto un ruolo crescente nelle banche. Tale funzione di controllo – originaria del mondo anglosassone – costituisce un'opportunità per le banche sia perché definisce un modello di gestione ritenuto in grado di preservare e rafforzare la natura fiduciaria dell'attività finanziaria, sia perché svolge un'efficace azione preventiva volta a contrastare il rischio di sanzioni reputazionali.

Il **Gruppo Capitalia**, in particolare, ha adottato anche un approccio conservativo sul fronte delle politiche di *up fronting* delle commissioni e nel 2004 ha ridotto l'incidenza delle stesse sul margine di intermediazione al di sotto del 3%, il valore più basso tra i principali concorrenti.

Capitalia ha poi definito e attivato un modello di gestione commerciale imperniato su cinque aree di bisogno connesse ai prodotti e servizi finanziari. Il perseguimento di un livello omogeneo di soddisfacimento di ciascuna delle cinque aree di bisogno, attraverso l'adozione di comportamenti commerciali predefiniti, consente di coniugare l'efficacia della politica commerciale con il raggiungimento del livello di servizio atteso dai clienti. A tutela dell'allineamento tra comportamenti commerciali della forza vendita e perseguimento della soddisfazione dei bisogni dei clienti, è stato introdotto nel sistema di monitoraggio delle performance commerciali il "cross selling di bisogno", un indicatore sintetico che indica la capacità delle Banche del Gruppo di gestire la proposta commerciale in modo da soddisfare trasversalmente le esigenze dei clienti.

**Intenso è stato, a tal fine, l'impegno profuso dalle banche nella valorizzazione dei propri dipendenti, effettuando forti investimenti in formazione al fine di rafforzarne le competenze.** Complessivamente, nel 2004 il Gruppo Capitalia ha erogato 709.000 ore di formazione, un valore quasi doppio rispetto a quello dell'anno precedente (430.000 ore). I principali interventi di formazione hanno riguardato PattiChiari, gestione dei portafogli, campagne commerciali di prodotto/di cliente, IAS, Basilea 2, servizi e contratti d'investimento e la valutazione d'azienda nel *merchant banking*.

## B) Il sostegno alle imprese: il riassetto delle aziende in crisi

Le banche – oltre a rispondere in modo concreto e rapido agli effetti non favorevoli sulla relazione fiduciaria con la clientela dei dissesti finanziari Cirio e Parmalat – hanno saputo anche reagire prontamente alle difficoltà congiunturali e al diffuso peggioramento competitivo di buona parte del tessuto produttivo nazionale. Il contesto sfavorevole non si è, infatti, riflesso in una diffusa, sistematica e rilevante emersione dei crediti in sofferenza[5] perché **le banche hanno saputo dare un sostegno al sistema produttivo del Paese**, accompagnando con flessibilità e innovazione i processi di trasformazione finanziaria e industriale e consentendo a molte imprese di resistere alla fase ciclica negativa e ad altre di crescere e rafforzarsi in un contesto esterno non favorevole.

L'economia italiana sta attraversando una fase di prolungata stagnazione. Solo durante le crisi del periodo 1981-'83 e 1991-'93 il Pil aveva registrato una crescita inferiore all'1.5% per tre anni consecutivi, come avvenuto nel periodo 2002-2004. L'industria italiana, fortemente specializzata nei comparti produttivi più tradizionali, ha sofferto negli ultimi anni,

[5] Per il sistema bancario nel suo complesso, il deterioramento della qualità del credito è stato più contenuto rispetto ad altre fasi cicliche negative del passato.

da un lato, la concorrenza dei paesi più innovativi e tecnologicamente avanzati (USA, UK), dall'altro, la forte concorrenza dei paesi emergenti, con costi del lavoro e oneri sociali più contenuti, che hanno progressivamente rafforzato la loro capacità competitiva nel mondo. Nel contesto internazionale, i mutamenti nei vantaggi comparati hanno portato dunque all'affermarsi di nuovi partners commerciali – quali Cina e India - propensi a esportare beni di consumo che l'Italia produce e a importare beni di capitale che l'Italia non produce; inoltre, si è rafforzata la leadership statunitense nell'offerta di beni, prodotti e servizi caratterizzati da elevate economie di scala, R&S e forte innovazione**.**

La crisi dell'industria italiana è documentata dalla flessione progressiva e congiunta della redditività del capitale proprio e della quota di esportazione sui mercati esteri, spiegata solo in parte dalla specializzazione italiana per settore e mercato di vendita.

**In un contesto di grande debolezza e fragilità, le banche italiane non hanno fatto mancare il proprio supporto finanziario alle imprese che presentavano buone capacità di recupero dell'equilibrio economico-finanziario.**
Il sistema bancario ha dunque svolto un ruolo cruciale nell'ambito dei processi di risanamento aziendale, dimostrandosi un *partner* delle imprese anche nei momenti di difficoltà. L'obiettivo è stato quello di riequilibrare la struttura finanziaria delle imprese, sia trasformando debito a breve in debito a lungo termine, sia riducendo il grado di indebitamento delle imprese in difficoltà finanziarie che presentavano concrete prospettive di recupero.
I principi guida di intervento delle banche nel risanamento delle imprese in crisi sono i seguenti:

- Analisi del piano di risanamento volto a raggiungere il convincimento che la situazione di crisi possa essere reversibile, tenuto conto del piano di risanamento adottato nonché delle misure straordinarie, finanziarie ed industriali sottostanti.

- Analisi puntuale del fabbisogno finanziario necessario nonché della struttura finanziaria obbiettivo post ristrutturazione, ivi inclusa l'eventuale necessità di erogare nuova finanza sotto forma di capitale di debito e/o di capitale di rischio e di riscadenzare o di convertire l'indebitamento esistente in capitale di rischio o in debito subordinato (c.d. "quasi equity").
- Ruolo del socio storico ed eventuale opportunità di ingresso di un nuovo socio che apporti nuovo capitale di rischio e/o nuove competenze industriali.
- Ripartizione del ceto creditorio in due fasce: (i) banche "Tier 1" con un maggiore coinvolgimento nel processo di ristrutturazione delle aziende in crisi e (ii) banche "Tier 2" con un'esposizione limitata, il cui operato dovrebbe essere guidato da un principio di "stand-still", ossia di non ostacolare il piano di risanamento.

E' opportuno rilevare come il ruolo delle banche "Tier 1" non si limiti solo ad un coinvolgimento maggiore nell'operazione di "salvataggio" ma debba essere ispirato anche a definire, di concerto con i consulenti dell'azienda in crisi, un piano di risanamento caratterizzato da una rigorosa disciplina, gestionale e finanziaria, che consenta di rendere reversibile la situazione di crisi e di riportare l'azienda in un contesto di mercato.

A titolo esemplificativo, si segnala che alcuni recenti programmi di risanamento avviati hanno, infatti, contemplato cessione di *non core asset* (finalizzato alla graduale riduzione dell'indebitamento) e/o ricerca di partner commerciali e finanziari; aumenti di capitale per dare solidità ai gruppi; semplificazioni della struttura societaria del gruppo; razionalizzazione della struttura di *governance* e di management.

Obiettivo prioritario della banche "Tier 1" è il supporto ad un piano di risanamento, anche eventualmente dotando l'azienda di maggiori risorse patrimoniali, con un'ottica "di mercato" ossia nell'ambito di un disciplinato ricorso al supporto bancario secondo il principio di salvaguardia dell'azienda industriale e del riequilibrio finanziario rimuovendo le cause che hanno, verosimilmente, comportato lo stato di crisi. A titolo indicativo, si sin-

tetizzano di seguito alcune linee guida di questo approccio:

- Strutturazione di un contesto che consenta all'azienda di poter cedere gli asset non core, tramite accordi di stand-still con i creditori principali e/o immissione di nuovo capitale di rischio, al fine di non incorrere nel rischio di revocatoria che tipicamente rende impossibile le cessioni in situazioni di crisi;
- Redazione di un piano di riduzione dell'indebitamento, sostanziato con cessione di asset non core e/o con un aumento di capitale di rischio, che preveda, in caso di inadempimento da parte della società, ferme restando le ovvie soglie di elasticità, un obbligo di perseguire nuove cessioni e/o un aumento di capitale determinato ex ante;
- Definizione di un chiaro ed affidabile sistema di reporting gestionale periodico, per monitorare l'avanzamento del piano di ristrutturazione, e auditing del bilancio;
- Interventi sulla corporate governance volti a facilitare la esecuzione del piano di risanamento.

Risulta evidente che un approccio disciplinato alle situazioni di crisi aziendali consenta alle aziende di massimizzare le loro capacità di reazione alle situazioni di crisi assegnando alle banche il ruolo di supporto finanziario coerente con il principio che gli stati di crisi non vengono superati con l'erogazione di nuovo indebitamento, se non nell'ambito di un piano di risanamento serio, credibile e rigoroso, e che le aziende in crisi non devono essere "salvate a tutti i costi", ma l'azienda, se meritevole, deve poter avere l'opzione di sopravvivere, e le banche hanno il dovere etico e professionale di supportarla, in un contesto magari diverso, ossia, ad esempio, con un nuovo azionista e/o con un perimetro di business modificato.

I recenti scandali finanziari hanno fatto crescere la preoccupazione per i **conflitti di interesse** all'interno delle banche riaprendo anche il dibattito sull'opportunità e **adeguatezza dell'attuale sistema di banca universale**.

Non vorrei entrare nel merito della questione normativa, ma desidero sottolineare come l'intervento di sostegno e di ristrutturazione delle imprese appena descritto è stato reso possibile proprio dall'opportunità per le banche (e soprattutto dei grandi gruppi bancari) di avvalersi della sinergia tra le diverse componenti specialistiche in esse presenti, che ha permesso di ampliare la gamma dei servizi offerti a seconda delle specifiche necessità, intervenendo su molteplici fronti (dall'equity al finanziamento alla consulenza nella cessione di asset *non core*).
Tutto ciò sempre nel rispetto delle regole contenute nei regolamenti emanati da Banca d'Italia e Consob che sono proprio protesi alla regolamentazione del principio di separazione funzionale, organizzativa e contabile, alla analitica disciplina dei comportamenti, alla **trasparenza** delle informazioni rivolte al pubblico, alla **certezza** delle regole contrattuali.

## Conclusioni

Nonostante il miglioramento della fase ciclica, il 2004 si è confermato un anno ancora difficile per la gestione delle banche, che si sono trovate a dover fronteggiare – in un quadro economico ancora debole - eventi inattesi quali scandali finanziari e crisi aziendali. Tutto ciò in un contesto in cui il mutamento del quadro normativo, legato all'adozione degli IAS e a Basilea 2, già richiedeva ingenti sforzi sul fronte dell'organizzazione delle banche. **Le banche italiane hanno saputo dare un'ottima risposta a queste sfide**, recuperando la fiducia dei risparmiatori e rendendo più salda la relazione con le aziende che necessitavano di ristrutturazioni finanziarie attraverso l'ampliamento della gamma di servizi offerti. Il sistema bancario ha dato un concreto sostegno al sistema produttivo del Paese, accompagnando con flessibilità e innovazione i processi di trasformazione finanziaria e industriale. Lo ha fatto continuando a investire in tecnologia, in *management* e in *governance*. La tecnologia e l'innovazione organizzativa ad essa collegata hanno permesso notevoli risparmi di costi.

La qualità del *management* e gli investimenti in formazione hanno permesso di affrontare situazioni nuove o impreviste con soluzioni innovative. La *governance* ha permesso di dare unitarietà di indirizzo a strutture complesse e diversificate, aumentando la trasparenza e la collegialità delle decisioni.

Nelle aziende si è abituati a pianificare le attività attraverso la predisposizione di piani industriali triennali e di budget annuali. Tali documenti tendono ad estrapolare nel futuro le tendenze presenti elaborano obiettivi commerciali e reddituali. Ma le vere sfide sono quelle impreviste ed è su di esse che si misura il successo o l'insuccesso delle aziende. Per affrontarle in maniera vincente, la qualità del management e delle risorse umane e il modo in cui esse sono organizzate nell'azienda (tecnologia e *governance*) sono fattori fortemente decisivi.

In un contesto ambientale sempre più incerto e imprevedibile, **la capacità di gestire l' incertezza risulta sempre più determinante nella gestione di un'organizzazione complessa come quella di un grande Gruppo**. Nelle economie moderne "non è più sufficiente essere eccellenti in tutto, occorre essere soprattutto capaci di governare il disordine, l'anarchia, l'imprevedibilità"[6].

Per l'impresa diventa, quindi, di vitale importanza cercare di comprendere appieno i trend in atto, ma soprattutto reagire con tempestività ed efficacia, adattando e mutando la propria strategia. Lo sviluppo di tale capacità richiede un approccio manageriale di tipo diverso rispetto a quello prevalente in passato. Più il futuro diventa imperscrutabile, più è imprescindibile l'esigenza per le grandi imprese di dotarsi di una struttura organizzativa flessibile, in cui gli elementi "portanti" riescono a coordinarsi in tempi rapidi sulla base di un sistema di valori condivisi, muovendosi all'unisono di fronte a particolari impulsi o *shock*.

---

[6] Hubert Jaoui, "Tutti innovatori", "Il Sole24 Ore", novembre 2003

Essendo le decisioni da prendere - nell'ambito della gestione di una grande impresa - innumerevoli, complesse e imprevedibili, solo l'etica, ovvero il reticolo di valori riconosciuti e condivisi, può assicurare l'orientamento delle scelte economiche da parte di tutti gli agenti verso le soluzioni "migliori" in tempi rapidi. Così si costruisce l'"idem sentire", un reticolo di valori che fa da collante per tutti i membri di un'organizzazione in cui gioca un ruolo fondamentale la capacità del vertice aziendale di praticare e trasmettere i valori.

## ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
## PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA

Accenture
Aletti Montano & Co.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale Banche Private
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Assogestioni
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Tortona S.p.A.
Banca Centrale della Repubblica di San Marino
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca Generali S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca Intesa S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca Leonardo S.p.A.
Banca Lombarda e Piemontese S.p.A.
Banca Lombarda Private Investment S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca MB S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca Partner S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Adriatico
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare di Cremona S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Intra
Banca Popolare Italiana
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.

Banca Popolare Sant'Angelo S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare di Todi S.p.A.
Banca Popolare Valconca
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma S.p.A.
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banca del Titano S.p.A.
Banca di Valle Camonica S.p.A.
Banche Popolari Unite
Banco di Brescia San Paolo CAB S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Lucca S.p.A.
Banco Popolare di Verona e Novara
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Bipop-Carire S.p.A.
Caboto S.p.A.
Capitalia S.p.A.
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Brà S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Spoleto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
Deutsche Bank S.p.A.
Euro Commercial Bank S.p.A.

Farbanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.
Friulcasse S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Rasbank S.p.A.
Sanpaolo Banco di Napoli S.p.A.
Sanpaolo IMI S.p.A.
SIA S.p.A.
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredit Banca Mediocredito S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Veneto Banca

*Amici dell'Associazione*

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Borsa Italiana S.p.A.
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Monte Titoli
Sofid S.p.A.
Tesi

## PUBBLICAZIONI A CURA DELL'ASSOCIAZIONE PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E BORSA

**A stampa**

LA RIFORMA STRALCIO DELLA SOCIETÀ PER AZIONI E LA PICCOLA RIFORMA DELLA BORSA VALORI, Ed. Vita e Pensiero, 1975.
IL MARKETING BANCARIO, a cura di E.T. Brioschi, Ed. Vita e Pensiero, 1977.
MONETA E POLITICA MONETARIA IN ITALIA, a cura di P. Ranci, Ed. Vita e PEnsiero, 1977.
LE OPERAZIONI BANCARIE, a cura di G. B. Portale, Ed. Giuffrè 1978.
I TITOLI DI CREDITO, a cura di G.L. Pellizzi, Ed. Giuffrè, 1980.
LA RESPONSABILITÀ PENALE DELL'OPERATORE BANCARIO, a cura di M. Romano, Ed. Il Mulino, 1980.
ANALISI DELLE SERIE STORICHE, a cura di L. Santamaria, Ed. Il Mulino, 1981.
CONGIUNTURA E POLITICA MONETARIA, a cura di G. vaciago, Ed. Il Mulino, 1981.
RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE, E NUOVI STRUMENTI DI RICORSO AL MERCATO, a cura di Giuseppe B. Portale, Ed. Giuffrè, 1983.
STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Balossino, G. Di Stefano, A. Fusconi, P. Genoni, Ed. Franco Angeli, 1983.
ORGANIZZAZIONE ED EFFICIENZA NELLE AZIENDE DI CREDITO, a cura di A. Fusconi, Ed. Franco Angeli, 1985
LA LEGGE 216 DIECI ANNI DOPO: ASPETTI SOCIETARI, a cura di G.E. Colombo, F. Cesarini, Ed. Giuffrè, 1985.
CRISI DI IMPRESA E AMMINISTRAZIONE CONTROLLATA, a cura di M. Cattaneo, F. Cesarini, A. Provasoli, B. Quatraro, Ed. Giuffrè, 1986.
GLI IMPEGNI E RISCHI DELL'IMPRESA BANCARIA: PROFILI CONTABILI E GIURIDICI, a cura di S. De Angeli, Ed. Franco Angeli, 1986.
LA GESTIONE DELLA FUNZIONE FINANZIARIA NELLE AZIENDE DI CREDITO: I PROFILI TECNICI E DI SVILUPPO ORGANIZZATIVO, a cura di A. Fusconi, A Patarnello, Ed. Franco Angeli, 1989.
LE DIRETTIVE DELLA C.E.E. IN MATERIA BANCARIA, a cura di F. Cesarini, S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 1991.
INTERMEDIARI E MERCATI FINANZIARI IN FRANCIA, a cura di M. Anolli, A. Patarnello, Ed. Il Mulino, 1991.
IL SISTEMA FINANZIARIO TEDESCO, a cura di A. Banfi, R. Locatelli, C. Schena, Ed. Il Mulino, 1991.
IL SISTEMA FINANZIARIO DEL REGNO UNITO E LA CONCORRENZA NEL RETAIL BANKING, a cura di M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1992.
IL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO E L'INTEGRAZIONE EUROPEA, a cura di A. Barzaghi, Ed. Il Mulino, 1993.
TENDENZE E PROSPETTIVE DELLA RACCOLTA BANCARIA IN ITALIA, a cura di F. Cesarini, V. Conti, M.L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1994.
L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE, a cura di L. Nieri, Ed. Il Mulino, 1994.
TENDENZE E PROSPETTIVE DEL RISPARMIO GESTITO, a cura di A. Banfi, M. L. Di Battista, Ed. Il Mulino, 1998.
IL PROJECT FINACING COME STRUMENTO DI REALIZZAZIONE DI OPERE PUBBLICHE, a cura di S. Scotti Camuzzi, Ed. Giuffrè, 2002.
COLLEGIO SINDACALE E SISTEMA DEI CONTROLLI NEL DIRITO SOCIETARIO COMUNE E SPECIALE, a cura di G. Presti, Ed. Giuffré, 2002.

**Ciclostilati**

IL MARKETING BANCARIO - 21/23 marzo 1974.
LA RILEVAZIONE DEI COSTI IN BANCA - 6/7 giugno 1974.
GLI ASPETTI FISCALI DEL BILANCIO BANCARIO - 27/28 novembre 1974.
LA CERTIFICAZIONE DEI BILANCI - 24 giugno 1975.
IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA - 1977.
OPERAZIONI BANCARIE: PROFILI GIURIDICI (1ª parte) - 1977.
ASPETTI TECNICI E GIURIDICI DELLE NEGOZIAZIONI DI BORSA - 1977.
IL NUOVO DIRITTO DI FAMIGLIA E I SUOI RIFLESSI SULLE OPERAZIONI DI BANCA - 1977.
ASPETTI GIURIDICI DELLA CERTIFICAZIONE DI BILANCIO - 1977.
PROBLEMI DI DIRITTO SOCIETARIO - 1980.

**QUADERNI PUBBLICATI**

**N. 1** **«LA BANCA IN UN MONDO CHE MUTA»**
prof. Gaetano Stammati - 14 gennaio 1976

**N. 2** **«L'OPERATORE DI BORSA»**
prof. Gerardo Santini - 25 maggio 1976

**N. 3** **«I CONTRATTI DI BORSA E LA SPECULAZIONE»**
prof. Francesco Masera - 19 novembre 1976

**N. 4** **«STRUTTURA E ORGANIZZAZIONE DI UN'AZIENDA DI CREDITO A CARATTERE NAZIONALE»**
dott. Innocenzo Monti - 21 marzo 1977

**N. 5** **«IL CONTROLLO DI GESTIONE IN BANCA E LE RIVELAZIONI CREDITIZIE DELLA BANCA D'ITALIA»**
dott. Giuseppe Mascetti - 2 giugno 1977

**N. 6** **«ASSICURAZIONE E FINANZIAMENTO DEL CREDITO ALL'EXPORT»**
dott. Rinaldo Ossola - 10 giugno 1977

**N. 7** **«PROBLEMI E STRATEGIE DELLA POLITICA MONETARIA»**
prof. Giacomo Vaciago - 31 marzo 1977

**N. 8** **«MERCATO OBBLIGAZIONARIO E VINCOLO DI PORTAFOGLIO»**
dott. Bruno Bianchi - 31 marzo 1977

**N. 9** **«IL FINANZIAMENTO DEL DISAVANZO PUBBLICO»**
prof. Dino Piero Giarda - 1 aprile 1977

**N. 10** **«L'ESPANSIONE ALL'ESTERO DELLE BANCHE ITALIANE»**
dott. Cesare Caranza- 1 aprile 1977

**N. 11** **«IL VINCOLO ESTERNO ALLO SVILUPPO DELL'ECONOMIA ITALIANA»**
dott. Giovanni Magnifico - 1 aprile 1977

**N. 12** **«LA POLITICA VALUTARIA NEL 1975/76»**
dott. Carlo Santini - 1 aprile 1977

**N. 13** **«OBIETTIVI INTERMEDI E FINALI DELLA POLITICA MONETARIA»**
prof. Giacomo Vaciago - marzo 1978

**N. 14** **«CONTROLLI DI VIGILANZA E LORO RIFLESSI SULLA ORGANIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO»**
dott. Vincenzo Desario - ottobre 1978

**N. 15** **«STATI UNITI E ITALIA: DUE SISTEMI BANCARI A CONFRONTO»**
prof. Frank Tamagna - 9 novembre 1978

**N. 16** **«THE INSTABILITY AND THE RESILIENCE OF AMERICAN BANKING (1946-1978)»**
**(«Instabilità finanziaria e capacità di reazione delle banche americane»)**
prof. Hyman P. Minsky - 8 febbraio 1979

**N. 17** **«INTRODUZIONE ALLO STUDIO DEL DIRITTO PENALE BANCARIO»**
prof. Mario Romano - 4 aprile 1979

**N. 18** **«FRODI VALUTARIE E RESPONSABILITÀ PENALE DEI DIPENDENTI DEGLI ISTITUTI DI CREDITO»**
prof. Federico Stella - 4/6 aprile 1979

**N. 19** **«EFFETTI DELL'INFLAZIONE SUI MERCATI FINANZIARI»**
prof. Franco Modigliani - 18 settembre 1979

**N. 20** **«IL CONTROLLO INTERNO E L'ISPETTORATO GENERALE DELLE BANCHE FRANCESI»**
Pierre Greder - novembre 1979

**N. 21** **«VERSO UN MERCATO EUROPEO DI VALORI MOBILIARI?»**
Cristopher Tugendhat - 25 gennaio 1980

**N. 22** **«CONSIDERAZIONI PER IL VERTICE ECONOMICO DI VENEZIA»**
Richard N. Gardner - 12 febbraio 1980

**N. 23** **«LA RECENTE POLITICA DEL CREDITO E DEL CAMBIO DEGLI STATI UNITI»**
prof. Frank Tamagna - 6 dicembre 1979

**N. 24** **«LA MONETA È IMPORTANTE?»**
Paul Davidson - 31 marzo 1980

**N. 25** **«RIFLESSIONI SULLA POLITICA MONETARIA (1979-1980)»**
prof. Giacomo Vaciago - 13 marzo 1980

**N. 26** **«IL CONTROLLO DELLE ISTITUZIONI CREDITIZIE NELLA NUOVA LEGGE BANCARIA BRITANNICA»**
prof. J.R.S. Revell - 8 maggio 1980

**N. 27** **«PREVISIONI, STRUMENTI D'ANALISI E VINCOLI NELLA GESTIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA»**
dott. Ulpiano Quaranta - 13 marzo 1980

**N. 28** **«LE FUNZIONI ISPETTIVE NELLE BANCHE ITALIANE OGGI»**
Carmine De Robbio - 5/9 maggio 1980

**N. 29** **«OPINIONI E COMPORTAMENTI DEGLI OPERATORI BANCARI: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**
Francesco Cesarini, Pier Domenico Gallo - maggio 1980

**N. 30** **«EFFETTI DELL'AUTOMAZIONE SUI PROCESSI OPERATIVI DECISIONALI DELLA BANCA D'ITALIA»**
dott. Antonio Finocchiaro - 2 giugno 1980

**N. 31** **«ALCUNE OSSERVAZIONI SULLA FORMAZIONE DEI TASSI DI INTERESSE BANCARI»**
dott. Lucio Rondelli - 28 gennaio 1981

**N. 32** **«L'INCIDENZA DELLA FUNZIONE MONETARIA E DEI SERVIZI BANCARI SULL'ECONOMIA DELLA BANCA»**
prof. Tancredi Bianchi - 13 marzo 1981

**N. 33** **«I RIFLESSI SULLA GESTIONE E SULLA PROFESSIONE BANCARIA DEI DIVERSI STRUMENTI E DELLE NUOVE FORME DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA»**
Urbano Aletti, Francesco Cesarini, Franco Riccardi - aprile 1981

**N. 34** **«LA RIFORMA DEI TITOLI DI CREDITO IN SPAGNA»**
Evelio Verdera y Tuells - 9 novembre 1981

**N. 35** **«GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE SUL MERCATO MONETARIO»**
dott. Bruno Bianchi - 2 dicembre 1981

**N. 36** **«IL RUOLO DELLA BANCA CENTRALE UNGHERESE NELL'ECONOMIA E NELL'INTERSCAMBIO CON L'ESTERO»**
dott. Tamas Bacskai - 16 marzo 1982

**N. 37** **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA IN BANCA E FUORI BANCA»**
Giuseppe Antonio Banfi, Pierandrea Dosi Delfini, Marcello Melani, Vincenzo Mosca, Giacomo Vaciago - febbraio 1982

**N. 38** **«BANCHE E ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE: COMPLEMENTARIETÀ, CONCORRENZA O SOVRAPPOSIZIONE?»**
Luigi Arcuti, Francesco Cesarini, Federico Pepe, Maurizio Sella, Ermanno Veronesi - febbraio 1982

**N. 39** **«LA FORMAZIONE E L'IMPIEGO DEL RISPARMIO: EFFETTI DELLA POLITICA MONETARIA E RIFLESSI SUI MERCATI»**
Franco Cotula - febbraio 1982

**N. 40** **«GLI EFFETTI DELL'INTRODUZIONE DI SISTEMI ELETTRONICI DI TRASFERIMENTO DI FONDI SULLA POLITICA»**
prof. J.R.S. Revell - 3 giugno 1982

**N. 41** **«ASPETTI ISTITUZIONALI ED OPERATIVI DEL MERCATO DEI BUONI ORDINARI DEL TESORO IN ITALIA»**
Fiorenzo Di Pasquali - 9 febbraio 1982

**N. 42** **«ASPETTI FUNZIONALI E DI MERCATO DEGLI STRUMENTI DI RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**
Francesco Cesarini - settembre 1982

**N. 43** **«ASPETTI ECONOMICI E TECNICI DEL CAPITALE PROPRIO DELLE BANCHE»**
Marco Onado - settembre 1982

**N. 44** **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE PUBBLICHE»**
Fabio Merusi - settembre 1982

**N. 45** **«I PRESTITI POSTERGATI NEL DIRITTO ITALIANO»**
Gian Franco Campobasso - settembre 1982

**N. 46** **«TITOLI "ATIPICI" E LIBERTÀ DI EMISSIONE NELL'AMBITO DELLE STRUTTURE ORGANIZZATIVE DELLA GRANDE IMPRESA »**
Antonio Pavone La Rosa - settembre 1982

**N. 47** **«LA RICAPITALIZZAZIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO (PROBLEMI E IPOTESI)»**
Giuseppe B. Portale - settembre 1982

**N. 48** **«RICAPITALIZZAZIONE DELLE BANCHE»**
Giovanni L. Pellizzi - settembre 1982

**N. 49** **«L'ABBANDONO DEGLI ESTREMISMI NELLA POLITICA MONETARIA»**
Guido Carli - 20 gennaio 1983

**N. 50** **«INSEDIAMENTI BANCARI ED EFFICIENZA DEL SISTEMA CREDITIZIO»**
Claudio Conigliani - 10 febbraio 1983

**N. 51** **«LO SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ PARABANCARIA ED IL RUOLO DELLE BANCHE»**
Giambattista Marchesini - 6 giugno 1983

**N. 52** **«IL PARABANCARIO E L'INNOVAZIONE FINANZIARIA ASPETTI GIURIDICI DELL'EMISSIONE DEI TITOLI ATIPICI »**
Giovanni L. Pellizzi - 14 giugno 1983

**N. 53** **«L'ESPANSIONE TERRITORIALE NELLA STRATEGIA DELLE AZIENDE DI CREDITO»**
Luigi Orombelli - 9 febbraio 1983

**N. 54** **«PRESENTAZIONE DEL VOLUME "STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO": UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»**
Lamberto Dini - 21 ottobre 1983

**N. 55** **«STRATEGIA E ORGANIZZAZIONE NELLE AZIENDE DI CREDITO: UNA METODOLOGIA PER L'AUTODIAGNOSI»**
**Parte seconda.**
F. Pepe, A. Balossino, G. Di Stefano - 21 ottobre 1983

**N. 56** **«COMPETITIVITÀ INNOVAZIONE ED EFFICIENZA NEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
Nerio Nesi - 13 febbraio 1984

**N. 57** **«STRUTTURA, OPERATORI ED EVOLUZIONE TECNICA DEL MERCATO DEI FONDI INTERBANCARI IN ITALIA (1979-1982)»**
Arturo Patarnello - marzo 1984

**N. 58** **«LA TUTELA DEL RISPARMIO BANCARIO»**
Tancredi Bianchi - aprile 1984

**N. 59** **«IL MERCATO FINANZIARIO DOPO LA LEGGE 216»**
Guido Rossi - maggio 1984

**N. 60** **«BANCA E BORSA DI FRONTE AL PROBLEMA DELLA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE»**
U. Aletti, H. Bieler, F. Cesarini, L. Orombelli, G.M. Roveraro - giugno 1984

**N. 61** **«LINEAMENTI DEL TESSUTO INDUSTRIALE ITALIANO NEL SISTEMA DELLE STATISTICHE ISTAT»**
Guido Rey - giugno 1984

**N. 62** **«SISTEMA CREDITIZIO E FINANZIAMENTO DELLA CASA: I RISULTATI DI UN'INDAGINE»**
Maria Luisa Di Battista - agosto 1984

**N. 63** **«PROCESSI DI FORMAZIONE DEL REDDITO D'ESERCIZIO NELLE AZIENDE DI CREDITO E LORO VARIAZIONI»**
Lucio Motta - ottobre 1984

**N. 64** **«GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ BANCARIA E EFFICIENZA DEL MERCATO MONETARIO»**
B. Bianchi, P. Boaretto, R. Franceschini - novembre 1984

**N. 65** **«UN PROFILO PER UN SISTEMA»**
Francesco Cingano - dicembre 1984

**N. 66** **«LA GARANZIA DEI DEPOSITI»**
Giannino Parravicini - febbraio 1985

**N. 67** **«TEORIA E PRASSI DELLA VIGILANZA BANCARIA: ALCUNE RIFLESSIONI»**
Edward P.M. Gardener - aprile 1985

**N. 68** **«GLI INTERVENTI SULLA STRUTTURA E SULL'OPERATIVITÀ DEL SISTEMA CREDITIZIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»**
V. Pontolillo, E. Ugolini, F. Battini - aprile 1985

**N. 69** **«LA CONCORRENZA BANCARIA DOPO L'ACCANTONAMENTO DEL MASSIMALE»**
G. Carosio, E. Ceccatelli, A. Ceola - maggio 1985

**N. 70** **«LE PARTECIPAZIONI DELLE GRANDI BANCHE TEDESCHE: ASPETTI QUANTITATIVI E DISCIPLINA PRUDENZIALE»**
Rossella Locatelli - maggio 1985

**N. 71** **«STRUTTURA E COSTI DELL'ATTIVITÀ BANCARIA NEL MERCATO MOBILIARE E GESTIONE ACCENTRATA DEI TITOLI»**
Ernesto Ugolini - giugno 1985

**N. 72** **«L'UTILIZZO DELLE ANALISI DI SETTORE NELL'ISTRUTTORIA DEI FIDI»**
P. Brasca, A. Geremia, A. Martelli, P.L. Novello, C. Porcari - settembre 1985

**N. 73** **«CONCORRENZA E CONTROLLI NELLE OPINIONI DEL MANAGEMENT BANCARIO»**
M.L. Di Battista, A. Patarnello - settembre 1985

**N. 74** **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL SISTEMA CREDITIZIO»**
E. Ceccatelli, V. Desario, L. Frey, S. Isgrò, G. Marchesini - febbraio 1986

**N. 75** **«L'INNOVAZIONE FINANZIARIA NEL MERCATO IMMOBILIARE»**
G. Caprara, E. Fumagalli, P. Iovenitti, G. Lombardo, U. Verecondi Scortecci - febbraio 1986

**N. 76** **«NUOVI PROFILI DELL'ORDINAMENTO DEL MERCATO MOBILIARE E LA POSIZIONE DELLA CONSOB»**
Franco Piga - febbraio 1986

**N. 77** **«GLI SVILUPPI E LE PROSPETTIVE DEL MERCATO AZIONARIO»**
U. Aletti, M. Vitale - marzo 1986

**N. 78** **«DIMENSIONE, COMPOSIZIONE E COSTO DEL DEBITO PUBBLICO INTERNO DAL 1861 AL 1985»**
F. Spinelli, S. Formentini - febbraio 1987

**N. 79** **«I BUONI (ORDINARI) DEL TESORO»**
G.L. Calvi - febbraio 1987

**N. 80** **«TENDENZE DI MEDIO PERIODO NEI MERCATI DEL CREDITO»**
P.D. Gallo, S. Molinari, O. Salamone - aprile 1987

**N. 81** **«LE RISPOSTE DELL'INDUSTRIA BANCARIA AI CAMBIAMENTI»**
T. Bianchi, A. Cova - aprile 1987

**N. 82** **«LA GESTIONE DEL PASSIVO E I NUOVI SERVIZI BANCARI»**
P. Forti, S. De Bernardis - maggio 1987

**N. 83** **«ASPETTI EVOLUTIVI DELLA GESTIONE DELLE AZIENDE DI CREDITO E I SUOI RIFLESSI SUL BILANCIO D'ESERCIZIO»**
F. Gianani - maggio 1987

**N. 84** **«LE CARATTERISTICHE E GLI EFFETTI SULLA GESTIONE BANCARIA DEI RISCHI CONNESSI ALLE "OFF BALANCE SHEET TRANSACTIONS"»**
M. Oriani - giugno 1987

**N. 85** **«GLI INTERMEDIARI DI BORSA: PROSPETTIVE A CONFRONTO»**
F. Cesarini, P. Marchetti, M.T. Tebaldi - luglio 1987

**N. 86** **«GLI EFFETTI DELLE PRIVATIZZAZIONI SUL SISTEMA FINANZIARIO BRITANNICO»**
P. Fandella - febbraio 1988

**N. 87** **«STRUTTURA E PROSPETTIVE DEI GRUPPI BANCARI IN ITALIA»**
G. Schena - febbraio 1988

**N. 88** **«L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO»**
G. Zandano, T. Bianchi, W.G. Verhoeven, F. Pepe - maggio 1988

**N. 89** **«IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELLA PROSPETTIVA DEL 1992»**
E. Filippi, M. Sella, G. Frigeri - maggio 1988

**N. 90** **«RIFLESSI SULLA GESTIONE BANCARIA DELL'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE»**
U. Aletti, C. Faissola, E. Monti - giugno 1988

**N. 91** **«BANCHE E ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE SUL MERCATO AZIONARIO: I RISULTATI DI UN SONDAGGIO»**
F. Cesarini - giugno 1988

**N. 92** **«IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO»**
V. Brocci, A. Tucci - ottobre 1988

**N. 93** **«LA REDDITIVITÀ DELLE AZIENDE DI CREDITO NELLA PROSPETTIVA DI EVOLUZIONE STRUTTURALE DEL SISTEMA»**
T. Bianchi, F. Bizzocchi, G. Carducci - giugno 1989

**N. 94** **«UN SISTEMA ESPERTO PER LA GESTIONE DELLA TESORERIA»**
M. De Marco, G. Grassano, S. De Bernardis, F. Gardin, C. Rossignoli, I. Zaniboni, H. Taylor, G. Trotta - luglio 1989

**N. 95** **«POSIZIONE COSTITUZIONALE E FUNZIONI AMMINISTRATIVE DEL C.I.C.R. NELL'AMBITO DELL'ORDINAMENTO DEL CREDITO»**
E. Balboni, G. Massoli - luglio 1989

**N. 96** **«LINEE EVOLUTIVE NELL'ORGANIZZAZIONE BANCARIA»**
A. Balossino - gennaio 1990

**N. 97** **«ASPETTI TECNICI DELLA POLITICA DI IMPIEGO»**
T. Bianchi, P. Bongianino, A. Finotti, L. Sibani, G. Osculati - maggio 1990

**N. 98** **«TENDENZE EVOLUTIVE DELLA POLITICA DI RACCOLTA»**
C. Faissola, E. Veronesi, M. Nonni - maggio 1990

**N. 99** **«LA BANCA E L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA DEI PAGAMENTI»**
L. Rondelli, M. Sella - maggio 1990

**N. 100** **«I PROSPETTI DI RICLASSIFICAZIONE E DI DETTAGLIO NELLA DOCUMENTAZIONE INTEGRATIVA DEI BILANCI BANCARI, I RISULTATI DI UN'INDAGINE»**
P. Benigno - giugno 1990

**N. 101** **«SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» I PARTE**
A. Tarola, D. Qualeatti, P. Di Blasi, P. Salamone - settembre 1990

**N. 102** **«SISTEMA DEI PAGAMENTI, PRODOTTI BANCARI E RETI TELEMATICHE, ASPETTI TECNOLOGICI, REALIZZATIVI, DI SICUREZZA E GIURIDICI» II PARTE**
A. Pincherle, C. Rossignoli, R. Virtuani, M. Atzeni - settembre 1990

**N. 103** **«L'ASSET & LIABILITY MANAGEMENT STRATEGICO NELLE BANCHE ITALIANE»**
M. Carrara - novembre 1990

**N. 104** **«EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO: VALUTAZIONI DI SINTESI»**
F. Cesarini, M.L. Di Battista, V. Conti, A. Patarnello, R. Locatelli - dicembre 1990

**N. 105** **«EQUILIBRI REDDITUALI E FINANZIARI E PROBLEMI DELLA CONCORRENZA NEL MERCATO BANCARIO EUROPEO»**
T. Bianchi, M. Nonni - gennaio 1991

**N. 106** **«I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
F. Cesarini, T. Bianchi, G. Trombi - aprile 1991

**N. 107** **«SVILUPPO DEI MERCATI E GESTIONE BANCARIA»**
L. Rondelli, M. Mauro, G. Vaciago - maggio 1991

**N. 108** **«I RIFLESSI DELLA RECENTE LEGISLAZIONE SULLA STRUTTURA E SUL FUNZIONAMENTO DEL SISTEMA FINANZIARIO ITALIANO»**
P.D. Gallo, P. Baratta, P. Gnes - giugno 1991

**N. 109** **«TRASPARENZA E COMPARABILITÀ DEL BILANCIO D'ESERCIZIO DELLE AZIENDE DI CREDITO»**
P. Golia, A. Marchesi - novembre 1991

**N. 110** **«GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO E PRIVATIZZAZIONI»**
T. Bianchi - novembre 1991

**N. 111** **«IL SISTEMA INFORMATIVO DI MARKETING "MINIMALE"»**
A.A. Astolfi, G. Brioschi, F. Di Tizio, P. Rigamonti, A. Variati - novembre 1991

**N. 112** **«IL CREDITO DI ULTIMA ISTANZA»**
Carlo Azeglio Ciampi - febbraio 1992

**N. 113** **«PROSPETTIVE E SVILUPPO DEI MERCATI FINANZIARI»**
P. Marchetti, B. Bianchi, U. Aletti, L. Rondelli, S. Lo Faso - aprile 1992

**N. 114** **«PROFITTABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»**
C. Salvatori, L. Arcuti, A. Molendi, G. Mazzarello, G. Ferretti, C. Tresoldi - aprile 1992

**N. 115** **«PROFITTABILITÀ E RISCHI DELL'INTERMEDIAZIONE CREDITIZIA»**
F. Cesarini, T. Bianchi, F. Passacantando, V. Conti - aprile 1992

**N. 116** **«L'ATTUALE SITUAZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI SOTTO IL PROFILO DELLE COMUNICAZIONI DELLA VIGILANZA E DELLA TRASPARENZA»**
M. Cardillo - settembre 1992

**N. 117** **«LE PROSPETTIVE DELLA BANCA SPAGNOLA VERSO L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA IN EUROPA»**
J. Quesada - settembre 1992

**N. 118** **«INSIDER TRADING: CONSIDERAZIONI E PERPLESSITÀ»**
A. Mignoli - ottobre 1992

**N. 119** **«LE PROSPETTIVE DEL SISTEMA BANCARIO SPAGNOLO NELL'ATTUALE CONGIUNTURA EUROPEA»**
F. Perez, E. Coletti, F. Kerbaker, A. Pironti - febbraio 1993

**N. 120** **«I CANALI DI DISTRIBUZIONE DEGLI ISTITUTI DI CREDITO SPECIALE»**
P.D. Gallo, D. Conti, M. Corradi, F. Del Nero - marzo 1993

**N. 121** **«IL COSTO DEL LAVORO NELLE AZIENDE DI CREDITO»**
T. Bianchi, C. Faissola, G. Trombi, L. Dini - aprile 1993

**N. 122** **«I RAPPORTI TRA BANCA E IMPRESA»**
F. Frasca, F. Cesarini, G. Cirla, L. Rondelli - aprile 1993

**N. 123** **«IL TRATTAMENTO FISCALE DEI RISCHI SU CREDITI»**
F. Gallo - gennaio 1994

**N. 124** **«PER UNA CREDIBILE INFORMAZIONE SOCIETARIA»**
ovvero: L'ETICA DELL'INFORMAZIONE AZIENDALE
T. Bianchi, E. Berlanda, R. Tronchetti Provera, A. Zappi - marzo 1994

**N. 125** **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE E LE PROSPETTIVE»**
M. Venturino - marzo 1994

**N. 126** **«IL COMPORTAMENTO DELLE BANCHE NEI MERCATI LOCALI»**
L. Gentilini, G. Testoni, M. Näef - maggio 1994

**N. 127** **«LA PRASSI DEI FIDI MULTIPLI E L'EVOLUZIONE DEL RAPPORTO BANCA-IMPRESA»**
P. Marullo Reedtz, A. Ceola, A. Geremia, C. Scarenzio - maggio 1994

**N. 128** **«COMPORTAMENTI DELLE BANCHE, MODIFICHE ISTITUZIONALI ED EVOLUZIONI DEL MERCATO MOBILIARE»**
T. Bianchi, A. Ventura, E.G. Bruno, B. Bianchi, V. Desario - maggio 1994

**N. 129** **«ALCUNE RIFLESSIONI IN TEMA DI "RACCOLTA INDIRETTA" DELLE BANCHE»**
M. Oriani - maggio 1994

**N. 130** **«RISCHIO DI CREDITO E RISCHIO DI MERCATO NELLA GESTIONE BANCARIA»**
V. Conti, M. Silvani, G. Carosio - novembre 1994

**N. 131** **«PROSPETTIVE DI RIORDINO DELLA REGOLAMENTAZIONE CONSOB - BANCA D'ITALIA»**
C. Capuzzo, F. Forghieri, L. Gardelli, R. Tedeschi, M. Venturino - novembre 1994

**N. 132** **«LA BANCA COME OPERATRICE SUI MERCATI MOBILIARI »**
F. Cesarini, M. Anolli, A. Ventura, U. Aletti - novembre 1994

**N. 133** **«DAL MERCATO DEGLI INTERESSI AGLI INTERESSI DEL MERCATO»**
D. Usellini, P. Pasini, G. Vigorelli, L. Abete, E. Berlanda, P. Gnes, A. Ventura, J.G. De Wael, G. Pagliarini - aprile 1995

**N. 134** **«LA RIPRESA CICLICA E L'ATTIVITÁ BANCARIA»**
P. Ranci, M.L. Di Battista, C. Caletti, M. Fazzini, - maggio 1995

**N. 135** **«LA PRESENZA DELLE BANCHE NEI MERCATI»**
T. Bianchi, A. Papa, E. Paolillo, V. Desario - maggio 1995

**N. 136** **«REDDITIVITÁ DELLE BANCHE, REMUNERAZIONE DEL CAPITALE E RICORSO AL MERCATO»**
V. Conti, B. Bianchi, M. Venturino, C. Faissola - maggio 1995

**N. 137** **«TENDENZE NELLA REDDITIVITÁ E PRODUTTIVITÁ BANCARIA»**
F. Passacantando, M. Nonni, F. Pepe, L.G. Attanasio, G. Frigeri - maggio 1995

**N. 138** **«L'APPLICAZIONE DEL RATING AL SETTORE BANCARIO: PROBLEMI E PROSPETTIVE»**
Laura Nieri - gennaio 1996

**N. 139** **«IL RATING: UN'OPPROTUNITÀ PER LE BANCHE ITALIANE»**
E. Monti, A. Esmanech, A. Tamagnini - gennaio 1996

**N. 140** **«L'UNIONE ECONOMICA E MONETARIA: I CRITERI DI RIFERIMENTO E LE REGOLE DI CONVERGENZA»**
Rainer Masera - febbraio 1996

**N. 141** **«IMPRESA, COMUNICAZIONE FINANZIARIA, COMPETITIVITÀ: IL QUADRO ITALIANO TRA REGOLE E OPPORTUNITÀ»**
E. Presutti, G. Vigorelli, F. Cesarini, I. Cipolletta, M. Onado, A. Bombassei, P. Pasini - marzo 1996

**N. 142** **«LE BANCHE E LO SVILUPPO DEI MERCATI»**
L. Rondelli, C. Santini - marzo 1996

**N. 143** **«GLI ASPETTI NEVRALGICI DEI PROCESSI DI RAZIONALIZZAZIONE DELLA GESTIONE DELLA BANCA»**
M.L. Di Battista, M. Sella, P. Marullo Reedtz, L. Arcuti - maggio 1996

**N. 144** **«I PROBLEMI DELLA PROFESSIONE BANCARIA»**
V.Desario, T. Bianchi - maggio 1996

**N. 145** **«LA GESTIONE DELLA RACCOLTA BANCARIA»**
A. Nottola - giugno 1996

**N. 146** **«INTERMEDIAZIONE BANCARIA E FINANZA D'IMPRESA NELLA PROSPETTIVA DELL'INTEGRAZIONE EUROPEA»**
C. Scognamiglio, G. Palladino, G. Zadra, E. G. Bruno, A. Falck, G. Grassano, G. Zucchi - febbraio 1997

**N. 147** **«COMUNICAZIONE FINANZIARIA E SVILUPPO DELLE IMPRESE: LE PROSPETTIVE»**
G. Vigorelli, M. Miccio, B. Boschetto, S. Bragantini, P. Gnes, E. Presutti, T. Bianchi, P. Pasini - febbraio 1997

**N. 148** **«LA TASSAZIONE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E DEGLI STRUMENTI FINANZIARI»**
F. Caleffi, G. Zadra, E.G. Bruno - maggio 1997

**N. 149** **«L'UNIONE MONETARIA E GLI ADEMPIMENTI ORGANIZZATIVI»**
T. Bianchi, M. Sarcinelli, A. Iozzo - maggio 1997

**N. 150** **«FATTORI DETERMINANTI DEL RISULTATO ECONOMICO DELLE BANCHE NEL 1996»**
N. Oggiano, G. Grassano - giugno 1997

**N. 151** **«LE IMPLICAZIONI PER LE BANCHE ITALIANE DELL'AVVIO DELL'UNIONE MONETARIA»**
F. Cesarini, I. Angeloni, A. Generale, R. Tedeschi - settembre 1997

**N. 152** **«PROFILI DI REDDITIVITÀ BANCARIA IN EUROPA: ALLA RICERCA DEL MODELLO VINCENTE NELLA PROSPETTIVA DELL'UNIONE MONETARIA EUROPEA»**
V. Conti, M. Ossana, M. Senati - settembre 1997

**N. 153** **«STRUMENTI E SOLUZIONI ORGANIZZATIVE PER LA GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»**
R. Barontini, P. Gualtieri, A. Patarnello, F. Russello - gennaio 1998

**N. 154** **«IMPRESE, MERCATO DEI CAPITALI E COMUNICAZIONE FINANZIARIA»**
B. Benedini, G. Vigorelli, A. Albertini, T. Bianchi, M. Miccio, G. Fossa, P. Pasini - febbraio 1998

**N. 155** **«L'OFFERTA DI SERVIZI DI CONSULENZA ALLE IMPRESE»**
F. Arpe, C. Costamagna, C. Porcari - aprile 1998

**N. 156** **«TENDENZE NELL'OFFERTA DI SERVIZI DI GESTIONE DEL RISPARMIO»**
F. Cesarini, I. Angeloni, E.G. Bruno - G. Testoni - maggio 1998

**N. 157** **«LE BANCHE ITALIANE E LA PREPARAZIONE ALL'UNIONE MONETARIA»**
T. Bianchi, P. Campaioli, V. Conti, V. De Bustis, V. Consoli, A. Valdembri, G. Zadra - maggio 1998

**N. 158** **«LA RIFORMA DELLA TASSAZIONE DEI REDDITI DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE: RIFLESSI SUGLI INTERMEDIARI»**
M. F. Ambrosanio - giugno 1998

**N. 159** **«LA SITUAZIONE CONGIUNTURALE REALE E MONETARIA E I CONTI ECONOMICI DELLE BANCHE»**
G. Vaciago, G. Morcaldo, I. Cipolletta, M.L. Di Battista, C. Faissola - giugno 1998

**N. 160** **«L'AREA DELL'EURO: ASPETTI STRUTTURALI E RAPPORTI CON LE PRINCIPALI AREE VALUTARIE»**
G. Vigorelli - I. Visco - G. Bishop - B. Eichengreen - agosto 1998

**N. 161** **«I MERCATI FINANZIARI IN EURO E L'OPERATIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE»**
R. Barbieri - L. Rondelli - G. Vaciago - agosto 1998

**N. 162** **«LE STRATEGIE DEI PRINCIPALI SISTEMI BANCARI EUROPEI NELLA PROSPETTIVA DELLA MONETA UNICA»**
J.P. Abraham - J.R. Inciarte - U. Schroeder - settembre 1998

**N. 163** **«L'APPLICAZIONE DELLE REGOLE DELLA CONCORRENZA ALLE IMPRESE BANCARIE NELL'ESPERIENZA EUROPEA E NELL'ESPERIENZA ITALIANA PARTE I - LE INTESE»**
F. Turati - novembre 1998

**N. 164** **«I RIFLESSI DEL TESTO UNICO DELLA FINANZA SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: PROFILI ECONOMICI E DI VIGILANZA»**
F. Taranto, M. Onado - novembre 1998

**N. 165** **«BILANCIO E COMUNICAZIONI SOCIALI: LE NUOVE REGOLE A CONFRONTO CON L'EUROPA»**
G. Vigorelli - M. Miccio - B. Benedini - M. Sella - L. Martino - P. Gnes - S. Preda - D. Bracco - P. Pasini - febbraio 1999

**N. 166** **«NUOVI MODELLI ORGANIZZATIVI PER LE BANCHE E PER I MERCATI»**
V. Desario - marzo 1999

**N. 167** **«L'ATTUAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA NELLA TERZA FASE DELL'UNIONE MONETARIA»**
T. Bianchi - C. Santini - E. Paolillo - A. Varisco - aprile 1999

**N. 168** **«INCENTIVI PER IL PERSONALE E PIANI DI *STOCK OPTION* NELLE BANCHE»**
P. Gualtieri - R. Locatelli - M. Cozzolini - G. Spadafora - marzo 1999

**N. 169** **«IL RUOLO DELLA PIAZZA FINANZIARIA ITALIANA NEL CONTESTO EURO»**
R. Pinza - M. Sella - A. Ventura - maggio 1999

**N. 170** **«LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ORGANIZZATIVI E DI VIGILANZA»**
A. Profumo - C. Salvatori - F. Frasca - giugno 1999

**N. 171** **«LE CONCENTRAZIONI BANCARIE: ASPETTI ECONOMICO-TECNICI»**
F. Cesarini - F. Panetta - F. Bizzocchi - C. Piazza Spessa - gennaio 2000

**N. 172** **«IL BUON GOVERNO SOCIETARIO: AUTOREGOLAMENTAZIONI, COMUNICAZIONI»**
G. Vigorelli - B. Benedini - M. Miccio - A. Desiata - P. Gnes - M. Sella - S. Preda P. Fassino - P. Pasini - marzo 2000

**N. 173** **«INVESTIMENTI FISSI E GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BANCHE»**
P. Gualtieri - G. Scorza - G. Rosnati - P. Gavazzi - marzo 2000

**N. 174** **«LA CONCENTRAZIONE SUL MERCATO DEGLI SCAMBI DI AZIONI: I PROBLEMI APERTI E L'OPINIONE DEGLI OPERATORI»**
A. Banfi - M. Calzolari - F. Chiappetta - G. Ferrarini R. Hamaui - G. Makula - G. Verzelli - maggio 2000

**N. 175** **«L'OFFERTA DI CREDITO E DI SERVIZI FINANZIARI ALLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE»**
C. Faissola - M. Bianconi - maggio 2000

**N. 176** **«IL MERCATO DEI SERVIZI DI GESTIONE PROFESSIONALE DEL RISPARMIO: ASPETTI DOMESTICI E INTERNAZIONALI»**
T. Bianchi - L. Rondelli - A Ferrari - B. Bianchi - maggio 2000

**N. 177** **«IL RATING INTERNO E LA GESTIONE DEI RISCHI BANCARI NEI GRUPPI CREDITIZI»**
R. Masera - giugno 2000

**N. 178** **«STRUMENTI DI FINANZIAMENTO DIRETTO, CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI E SVILUPPO DELL'ATTIVITÀ DI IMPIEGO»**
A. Patarnello - V. Conti - M. Maccarinelli - P.D. Gallo - giugno 2000

**N. 179** **«TENDENZE DELLA DOMANDA E DELL'OFFERTA DI CREDITO BANCARIO»**
D. Gronchi - L. Sibani - luglio 2000

**N. 180** **«MISURAZIONE E GESTIONE DEL RISCHIO DI CREDITO»**
C. Santini - G. Carosio - P. Marullo Reedtz - luglio 2000

**N. 181** **«LE COMPONENTI DEL RENDIMENTO DEI PORTAFOGLI GESTITI. UN'APPLICAZIONE DELLA *PERFORMANCE ATTRIBUTION* AI FONDI BILANCIATI DI DIRITTO ITALIANO»**
G. Petrella - febbraio 2001

**N. 182** **«I BENEFICI DI CREAZIONE DI VALORE NELL'ACCESSO DELLE BANCHE AI MERCATI ORGANIZZATI»**
A. Nagel - maggio 2001

**N. 183** **«LA DIFFUSIONE DELLE TECNOLOGIE INFORMATICHE: IMPLICAZIONI PER GLI ASSETTI ORGANIZZATIVI DEGLI INTERMEDIARI E DEI MERCATI»**
V. Pontolillo - A. Tantazzi - T. Cartone - maggio 2001

**N. 184** **«LA REDDITIVITÀ DELLE BANCHE E DEI GRUPPI BANCARI ITALIANI»**
G. Pirovano - F. Pepe - giugno 2001

**N. 185** **«LA CONCORRENZA NELL'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI: MERCATI, BANCHE E ALTRI OPERATORI»**
T. Bianchi - F. Panetta - M. Calzolari - luglio 2001

**N. 186** **«L'OFFERTA DI SERVIZI FINANZIARI DA PARTE DI OPERATORI ESTERNI AL SETTORE BANCARIO»**
A. Banfi - C. Passera - G. Cappelletti - luglio 2001

**N. 187** **«LA NUOVA NORMATIVA INTERNAZIONALE SUI REQUISITI PATRIMONIALI»**
G. Carosio - P. Marullo Reedtz - M. Venturino - luglio 2001

**N. 188** **«VERSO UNA NUOVA BRETTON WOODS: UN PROGETTO PER USCIRE DALLA CRISI FINANZIARIA INTERNAZIONALE»**
L. H. Larouche - settembre 2001

**N. 189** **«L'IMPATTO DEL DIRITTO COMUNITARIO SULL'E-BANKING»**
S. Scotti Camuzzi - ottobre 2001

**N. 190** **«LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA IN ITALIA E NELL'AREA DELL'EURO E LE PROSPETTIVE DEI BILANCI BANCARI»**
S. Rossi - G. Morcaldo - G. Vaciago - gennaio 2002

**N. 191** **«REPUTAZIONE E DEONTOLOGIA PROFESSIONALE DELLE BANCHE NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA NEL CONTESTO DELLA NEW ECONOMY»**
C. Santini - B. Bianchi - A. Finocchiaro - febbraio 2002

**N. 192** **«GLI EFFETTI DELLE COMMISSIONI D'INCENTIVO SULLE PERFORMANCE DEI FONDI COMUNI»**
E. J. Elton - M. J. Gruber - C. R. Blake - febbraio 2002

**N. 193** **«IL RISCHIO OPERATIVO»**
R. Locatelli - E. Magistretti - P. Scalerandi - G. Carosio - marzo 2002

**N. 194** **«LE CRISI FINANZIARIE INTERNAZIONALI: RISCHIO PAESE ED EFFETTI SULLE BANCHE ITALIANE»**
M. Lossani - P. Marullo Reedtz - L. Benassi - giugno 2002

**N. 195** **«LA CONGIUNTURA REALE E MONETARIA ITALIANA E INTERNAZIONALE»**
G. Morcaldo - S. Rossi - G. Vaciago - giugno 2002

**N. 196** **«CAPITALE E RISCHIO: RECENTI TENDENZE E PROSPETTIVE NELLA PATRIMONIALIZZAZIONE DELLE BANCHE ITALIANE»**
R. Masera - R. Maino - luglio 2002

**N. 197** **«LA REGOLAMENTAZIONE NEI RAPPORTI CON LA CLIENTELA DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO»**
G. D'Agostino - A. Iuliucci - luglio 2002

**N. 198** **«I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ BANCARIA»**
F. Panetta - V. De Bustis - F. Innocenzi - luglio 2002

**N. 199** **«LA GESTIONE DEL PATRIMONIO DELLE BANCHE»**
E. Paolillo - C. Costamagna - S. Theodore - luglio 2002

**N. 200** **«I CAMBIAMENTI NELLA REGOLAMENTAZIONE SUI REQUISITI PATRIMONIALI E NEGLI ASSETTI PROPRIETARI DELLE BANCHE»**
T. Bianchi - G. Carosio - F.M. Frasca - S. Cassese - luglio 2002

**N. 201** **"L'EVOLUZIONE DEI MODELLI ORGANIZZATIVI: IMPLICAZIONI PER L'EFFICIENZA E LA REDDITIVITA' DEI GRUPPI BANCARI"**
G. Fiorani - A. Profumo - M. Gasco - P. Gualtieri - P. Gavazzi - luglio 2002

**N. 202** **"PROBLEMATICHE DELL'ATTIVITÀ BANCARIA E FINANZIARIA IN ITALIA"**
V. Desario - aprile 2003

**N. 203** **"I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: ASPETTI GENERALI E QUALITÀ DEL CREDITO"**
T. Bianchi - F. Cesarini - D. Croff - maggio 2003

**N. 204** **"PREVENZIONE DEI RISCHI OPERATIVI E DISASTER RECOVERY NELLA RECENTE ESPERIENZA DELLE BANCHE ITALIANE"**
C. Tresoldi - P. L. Curcuruto - maggio 2003

**N. 205** **"I RIFLESSI DEL CICLO ECONOMICO SULL'ATTIVITÀ DELLE BANCHE: I RICAVI DA SERVIZI"**
R. Locatelli - P. D. Gallo - giugno 2003

**N. 206** **"IL NUOVO DIRITTO SOCIETARIO"**
G. Ferrarini - F. Frasca - A. Colombo - luglio 2003

**N. 207** **"ORIENTAMENTI MORALI DELL'OPERARE NEL CREDITO E NELLA FINANZA"**
G. Vigorelli - F. Cesarini - Dionigi Card. Tettamanzi - novembre 2003

**N. 208** **"STRUTTURA E OPERATIVITÁ DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO A DIECI ANNI DAL TESTO UNICO"**
P. Abbadessa - F. Panetta - M. Sarcinelli - M. Onado - novembre 2003

**N. 209** **"BANCHE/FAMIGLIE: UNA RELAZIONE DI CLIENTELA DA RICONSIDERARE. UN CONTRIBUTO ALL'ANALISI"**
T. Bianchi - aprile 2004

**N. 210** **"LA TRASPARENZA DELLE OPERAZIONI BANCARIE E LA TUTELA DEL RISPARMIATORE"**
G. Alpa - giugno 2004

**N. 211** **"L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DELLE BANCHE"**
F. Cesarini - G. Gobbi - R. Lupi - luglio 2004

**N. 212** **"EVOLUZIONE DELLA NORMATIVA COMUNITARIA SUI MERCATI E LE NUOVE REGOLE CONTABILI"**
M. Anolli - B. Bianchi - M. Venturino - luglio 2004

**N. 213** **"LA CONGIUNTURA ITALIANA E INTERNAZIONALE NELLA PROSPETTIVA DELL'ALLARGAMENTO DELL'UNIONE EUROPEA"**
G. Morcaldo - S. Rossi - M. Lossani - luglio 2004

**N. 214** **"I RAPPORTI DELLE BANCHE CON LE FAMIGLIE: EVOLUZIONE DEL MERCATO E CANALI DISTRIBUTIVI"**
F. Panetta - C. Fioravanti - G. Auletta Armenise - P. Gualtieri - luglio 2004

**N. 215** **"ALZATEVI, ANDIAMO!"**
L. Ornaghi - S. E. Dionigi Tettamanzi - P. F. Casini - luglio 2004

**N. 216** **"DE GASPERI, RITRATTO DI UNO STATISTA"**
G. Vigorelli - G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi - dicembre 2004

**N. 217** **"ASPETTI E PROBLEMI DEL FINANZIAMENTO DEGLI ENTI LOCALI"**
G. Vigorelli - P. Giarda - M. T. Salvemini - dicembre 2004

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it

Finito di stampare Luglio 2005