Università Cattolica del S.Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 1/2001

Rapporto redatto nel mese di **febbraio 2001** da:

Piero Giarda (Responsabile), Annalisa Aleati, Maria Flavia Ambrosanio, Mario Anolli, Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Domenico Delli Gatti, Rossella Locatelli, Marco Lossani, Giuseppe Mastromatteo, Laura Nieri, Gilberto Turati, Giacomo Vaciago, Daniela Vandone, Giovanni Verga.

con la **collaborazione** di:

M. Claudia Biancheri, Stefano Corona, Maurizio Marchiori, Giovanni Petrella.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 20 febbraio 2001.

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

Il Laboratorio di Analisi Monetaria, nell'ambito di una iniziativa di ricerca scientifica finanziata dall'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa, ha iniziato la pubblicazione dei risultati preliminari dei singoli lavori in una serie dei **Quaderni** del Laboratorio di Analisi Monetaria.

Sono attualmente disponibili i seguenti :

1) Luca Papi, Debito delle imprese e rischio di credito delle banche (dicembre 1991). Pubblicato in *"Note Economiche"*, n. 1-2/1992.

2) Giorgio Calcagnini, Market Efficiency and Demand for Capital : A Theoretical and Empirical Analysis (gennaio 1992). Pubblicato in *"Economic & Financial Computing"*, vol. 2, n. 3, Fall 1992.

3) Giuseppe Marotta, L'allocazione del credito commerciale tra le imprese italiane (marzo 1992).

4) Marco Lossani e Patrizio Tirelli, Simple rules, fiscal policy and foreign wealth targets in a monetary union (aprile 1992). Pubblicato in *"Scottish Journal of Political Economy"*, vol. 41, n. 4, November 1994.

5) Luigi Paolo Guerra, Politiche di stabilizzazione in America Latina: alcuni insegnamenti (settembre 1992).

6) Andrea Pezzoli e Giovanni B. Pittaluga, Teoria austriaca dell'imprenditore e banca universale (ottobre 1992).

7) Eliana Baici e Carlo Dell'Aringa, The EMS effect on the italian labour market (dicembre 1992). Pubblicato in C. DELL'ARINGA (a cura di), *"Caratteri strutturali dell'inflazione italiana"*, Ed. Il Mulino, Bologna.

8) Flavia Ambrosanio e Massimo Bordignon, Tassazione dei redditi societari in Europa: problematiche teoriche, istituzioni e proposte politiche in vista dell'unificazione europea. Parte I : le problematiche teoriche, (gennaio 1993).

9) Piera Mazzoleni e Giovanni Breda, La riserva obbligatoria : un'analisi comparata dell'onere implicito per le banche (giugno 1993).

10) Maurizio Baussola, Attività economica reale e quotazioni azionarie (ottobre 1993).

11) Carlo A. Favero e Luca Papi, Technical and scale efficiency in the Italian Banking Sector. A non-parametric approach (novembre 1993). Pubblicato in *"Applied Financial Economics"* n. 27, 1995.

12) Giovanni Verga e Adelmo Tedeschi, Struttura dei tassi per scadenza, efficienza dei mercati e previsioni dei tassi futuri. Pubblicato in *"Il Risparmio"*, n. 4-5 luglio-ottobre 1996.

13) Giovanni B. Pittaluga e Elena Seghezza, Gli effetti della sostituzione di "depositi con depositi" nella crisi degli anni Trenta in Italia (aprile 1995). Pubblicato in *"Studi e note di economia"*, n. 1/1996.

14) Giuseppe Mastromatteo, Offerta di credito e razionamento : aspetti strutturali e ciclici (ottobre 1995). Pubblicato in GIORGIO DELLACASA (a cura di), *"Economia delle piccole e medie imprese. Aspetti finanziari"*, F. Angeli, Milano, 1996.

15) Leonzio Rizzo, Equalisation of Public Training Expenditure in a Cross-Border Labour Market (ottobre 1997).

16) Massimo Bordignon, Silvia Giannini e Paolo Panteghini, Corporate taxation in Italy: the 1998 Reform (ottobre 1998).

Gli interessati possono chiederne copia a :

Laboratorio di Analisi Monetaria
Università Cattolica del Sacro Cuore
via L. Necchi, 5
20123 MILANO (tel. 02/7234.2466 - fax 02/7234.2702)
e-mail: laboratorio.monetario@mi.unicatt.it

INDICE

SINTESI pag. I

1 – IL QUADRO MACROECOMONICO " 1

2 – LA FINANZA PUBBLICA " 22
2.1 Il consuntivo del 2000 " 22

3 – MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE BANCARIA " 25
3.1 L'andamento degli aggregati monetari e creditizi " 26
3.2 Politica monetaria, tassi e cambi " 29
3.3 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse " 47
3.4 Le previsioni sui tassi bancari " 57

4 – DIFFUSIONE E REDDITIVITA' DELLE CARTE DI PAGAMENTO " 61
4.1 Il campione di banche emittenti e distributrici " 62
4.2 Un confronto tra banche distributrici e banche emittenti " 63

5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO " 71
5.1 Emissioni lorde e nette di titoli " 71
5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali " 72
5.3 La gestione del risparmio " 75
5.4 Gli scambi di titoli quotati " 81
5.5 Il mercato dei *covered warrant* in Italia " 83

6 – LA TASSAZIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE IN EUROPA " 93
6.1 La tassazione dei residenti sui redditi di fonte interna " 93
6.2 La tassazione dei redditi internazionali " 101
6.3 L'evoluzione della tassazione delle attività finanziarie nel decennio 1990-2000; alcune osservazioni " 113

7 – FINANZA E CREDITO TRA EUROPA E STATI UNITI " 116

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

Nel secondo semestre del 2000 lo scenario macroeconomico internazionale è stato colpito da un duplice *shock*: l'aumento del prezzo del petrolio e la brusca battuta d'arresto dell'economia statunitense. In questo scorcio iniziale del 2001, i timori di uno *shock* petrolifero in grande stile sono parzialmente rientrati: il prezzo del petrolio è infatti tornato a livelli più accettabili, scendendo sotto i 23 dollari al barile alla fine del 2000 e risalendo a 25 dollari nel gennaio 2001 contro il picco di 35-40 dollari raggiunto dalla quotazione del greggio a settembre 2000. A gennaio l'OPEC ha addirittura deciso tagli alla produzione per sostenere il prezzo del petrolio in una condizione in cui la domanda di greggio potrebbe essere fortemente penalizzata dal rallentamento dell'attività produttiva negli USA. Il cartello petrolifero intende mantenere il prezzo del petrolio (qualità media) in un *range* compreso tra i 25 e i 28 dollari a barile. La banda di oscillazione del Brent sarebbe quindi di 27-30 dollari a barile.

Ridimensionato il rischio di uno *shock* petrolifero, una nuova e più inquietante ombra si sta allungando sullo scenario macroeconomico internazionale, ossia il rallentamento congiunturale negli USA. Che la decelerazione ci sia stata e ci sia è ormai assodato. Essa ha interessato in particolare il settore manifatturiero ed è stata particolarmente forte sul finire dell'anno. E' sulla natura della decelerazione che si sta aprendo un dibattito. Si tratta di atterraggio morbido *(soft landing)* o di una vera e propria recessione? Il quesito non è banale, dal momento che le conseguenze per il destino della ripresa internazionale sono drasticamente diverse nei due casi.

Se si trattasse di vera recessione, la stessa ripresa europea, che prosegue sebbene a un ritmo più contenuto di quello registrato nel primo semestre del 2000, potrebbe risentirne. In un certo senso, all'espansione internazionale verrebbe a

---

* A cura di D. Delli Gatti, M. Lossani e.con la collaborazione di M. C. Biancheri.

mancare un fattore di traino su scala mondiale, ruolo giocato finora dagli Stati Uniti. Di conseguenza, anche le previsioni di una crescita globale superiori al 4% formulate dal FMI ancora in autunno diventerebbero rapidamente irrealistiche.

Su questo scenario, già non particolarmente esaltante, pende come una spada di Damocle il rischio di una crisi di liquidità internazionale che si manifesterebbe in alcuni punti critici dell'economia mondiale, in particolare l'America Latina e il *Far East*. La recessione USA avrebbe riflessi immediati sul Messico e creerebbe ulteriori problemi a un paese come l'Argentina, che già sta soffrendo più del previsto l'ancoraggio al dollaro della propria moneta. Quanto all'Estremo Oriente, le difficoltà del Giappone – che sono già presenti da un decennio e che sono state evidenziate ulteriormente proprio nel secondo semestre del 2000 – aumenterebbero e avrebbero effetti a cascata sui paesi già coinvolti nella crisi del 1997/98.

USA: Soft landing o recessione?

Nel precedente numero di OM avevamo intitolato la sezione dedicata agli USA "Soft landing o wishful thinking?" Commentando i dati relativi al primo semestre del 2000, infatti, avevamo espresso qualche perplessità sulla presenza di una decelerazione congiunturale negli Stati Uniti. Il tasso di crescita del PIL (congiunturale annualizzato) era infatti passato dal 5,4% del primo trimestre al 5,6% del secondo. Sulla base dei dati nel frattempo resisi disponibili e relativi al secondo semestre, le nostre perplessità si sono dissipate: nella seconda metà del 2000 la decelerazione c'è stata ed è stata particolarmente acuta nel quarto trimestre. Nel terzo trimestre il tasso di crescita del PIL congiunturale annualizzato è stato del 2,2% e nel quarto trimestre è sceso addirittura all'1,4%. La maggioranza degli analisti si attende una crescita zero nel primo semestre del 2001, ma alcuni centri di ricerca hanno sposato negli ultimi tempi una visione più estrema secondo cui nei prossimi mesi si potrebbe manifestare una vera e propria

growth recession, con due variazioni consecutive di segno negativo registrate dal tasso di variazione congiunturale del PIL.

Cosa è successo? Molto probabilmente, si è verificata una concatenazione di eventi che molti si attendevano, a partire dai vertici della banca centrale americana: l'andamento persistentemente negativo dei mercati azionari, esacerbato da una politica monetaria restrittiva che ha finito per "pungere la bolla" di borsa, e l'accumulazione di una massa di debiti "eccessiva" sia per le famiglie che per le imprese hanno modificato in senso pessimistico l'orientamento degli operatori e le loro attitudini di spesa. La domanda aggregata ha segnato il passo soprattutto per il sopraggiunto pessimismo sul futuro dei consumatori e delle imprese. I consumi privati - che su base tendenziale registrano ancora un aumento significativo (4,5%) – hanno conosciuto un rallentamento (2,9% la variazione congiunturale annualizzata nel quarto trimestre) soprattutto se il loro andamento viene confrontato con l'inizio dell'anno (7,6% nel primo trimestre del 2000). Gli investimenti privati hanno invece registrato una vera e propria flessione: quelli in abitazioni sono calati del 2,5% (dopo il crollo del 10,6% conosciuto nel terzo trimestre), mentre quelli fissi non residenziali sono diminuiti dell'1,4%. Ma in particolare va sottolineato il brusco stop conosciuto dagli investimenti in beni dell'*information and communication technology* (-5% nel quarto trimestre), che assume un significato particolare visto e considerato il ruolo trainante sull' espansione americana che questi avevano svolto negli ultimi anni.

Che il panorama congiunturale si stesse deteriorando doveva essere ben chiaro alla FED, che aveva già interrotto lo schema di incremento graduale dei tassi di interesse prevalso negli ultimi due anni (l'ultimo incremento del tasso di intervento risale a maggio 2000; tra giugno 1999 e maggio 2000 si sono verificate sei strette consecutive). Poco prima di Natale, pur lasciando invariati i tassi, la FED aveva affermato che "i rischi più significativi sono quelli che possono generare debolezza economica". Tuttavia, l'allentamento delle condizioni monetarie è stato rinviato - forse anche per motivi di opportunità dato il delicato passaggio delle consegne alla Casa Bianca - al nuovo anno, suscitando le critiche

di qualche *FED watcher* che ha rimproverato alla banca centrale americana uno scarso tempismo.

In apertura del 2001, la FED ha assunto un atteggiamento decisamente espansivo. In primo luogo, il 3 gennaio la FED ha ridotto dello 0,5% il tasso sui *Federal Funds* portandolo al 6% (l'ultimo taglio precedente risaliva all'ottobre 1998). La manovra si è caratterizzata come irrituale sul piano formale perché la decisione non è stata presa - come solitamente accade - nel corso di una riunione del Federal Open Market Committee (FOMC). La procedura eccezionale ha segnalato l'urgenza della manovra, almeno nelle intenzioni del presidente della FED, Greenspan. A fine gennaio (questa volta in occasione di una riunione del FOMC) è stata decisa un'ulteriore riduzione di mezzo punto percentuale del tasso di intervento. Nel giro di un mese, quindi, il tasso di interesse sui *Federal Funds* è stato ridotto di un intero punto percentuale. Attualmente il tasso di intervento americano è al 5,5%. Si è ridotta la forbice con il tasso di intervento europeo, ossia il tasso sulle operazioni di mercato aperto di rifinanziamento principale della BCE che è fermo al 4,75%.

Nel giro di due mesi si è quindi verificata una svolta radicale nella *stance* della politica monetaria USA, che è passata da un orientamento restrittivo e preoccupato per i rischi inflazionistici della espansione a un orientamento sostanzialmente accomodante e chiaramente inteso a prevenire un approfondimento del rallentamento congiunturale.

Il dubbio adesso riguarda la natura della decelerazione dell'attività produttiva: si tratta di un rallentamento di modesta entità e di breve durata - un atterraggio morbido - destinato a lasciare il passo sollecitamente a una nuova e più vigorosa espansione o di una recessione vera e propria, caratterizzata da una contrazione non irrilevante e non di breve respiro dell'attività produttiva? In verità, i segnali di rallentamento e *soft landing* che provenivano - sebbene occasionalmente - dall'economia americana nel corso dei primi sei-nove mesi del 2000, hanno ceduto il passo a sintomi di recessione nello scorcio finale dello scorso anno.

L'indice NAPM *(National Association of Purchasing Managers)* ha toccato quota 44 a dicembre 2000, il livello più basso dall'aprile del 1991. Ricordiamo per dovere di cronaca che il 1991 è l'anno in cui gli USA entrano in recessione dopo la lunga espansione degli anni ottanta (1983-1990), una recessione breve che termina sul finire del 1992. L'indice NAPM era attestato a 57 a gennaio 2000, quindi ha perso il 23% in un anno. Quella registrata a dicembre era la quinta flessione consecutiva dell'indice stesso. A ciò va aggiunto il crollo registrato dall'indice di fiducia dei consumatori (diminuito di oltre 20 punti percentuali nel mese di dicembre) che si era manifestato unitamente ad un dato inferiore alle attese relativo alle vendite al dettaglio nel periodo natalizio. Inoltre, il superindice ha segnato variazioni negative per tutto il 2000. Infine il tasso di disoccupazione - che era ancora al 4% a dicembre 2000 - è salito al 4,2% nel mese di gennaio.

I prodromi di una recessione erano già tutti presenti sul finire del 2000, sia per l'andamento decisamente negativo delle Borse, sia per il livello eccessivo del debito delle imprese e dei consumatori. Da anni la fragilità finanziaria delle famiglie e delle imprese americane ha continuato ad aumentare, ma sul finire del 2000 essa si è manifestata in una serie di fenomeni che hanno occupato le prime pagine dei giornali. Vale la pena di ricordare e sottolineare l'ondata di fallimenti di imprese manifatturiere e dei servizi (ad esempio i grandi magazzini Montgomery Ward di Chicago), le insolvenze su prestiti obbligazionari (127 imprese insolventi nel corso del 2000), la crisi da debito delle *public utilities* elettriche in California con conseguenti *black out*, i licenziamenti in settori di punta come la New Economy californiana. Si sono diffusi timori di insolvenze per quanto riguarda i prestiti obbligazionari strutturati contratti nel triennio 1997-1999. Le banche di maggiori dimensioni che hanno curato i grandi prestiti sindacati e le grandi emissioni obbligazionarie nel periodo 1997-1999 sono le più esposte. E' in corso allo stesso tempo una crisi di *quantità* del nuovo credito messo a disposizione dell'economia (un *credit crunch*) e una crisi di *qualità* del credito già concesso. Con una espressione colorita ma significativa l'Economist

ha definito *debt trap* questa situazione, che Moody's ha fotografato impietosamente rivedendo al ribasso il merito di credito di ben 470 imprese USA quotate in borsa, contro una revisione al rialzo di sole 206 società; un rapporto "promossi/bocciati" superiore a due, che risulta il peggiore dall'inizio degli anni'90.

Si è aperto quindi un dibattito sul modo in cui si può fronteggiare il rallentamento in atto e scongiurare il rischio di una recessione. Sul tappeto si confrontano due linee di politica economica divise sull'opportunità - per usare un'espressione efficace - di effettuare "tagli ai tassi o alle tasse".

A favore della prima soluzione, ossia di un intervento rapido di politica monetaria (così come sta facendo Greenspan), si schierano coloro che ritengono che la FED possa intervenire più prontamente e più efficacemente sull'andamento della congiuntura. E' vero che gli interventi di politica monetaria si ripercuotono sulla produzione - come diceva Milton Friedman - con ritardi "lunghi e variabili" (anche se meno lunghi e meno variabili che in un non lontano passato) ma è anche vero che la decisione di intervenire si traduce in intervento effettivo con un ritardo trascurabile. Viceversa, le decisioni di politica fiscale si traducono in provvedimenti solo a seguito di un processo politico di costruzione del consenso che richiede tempo. Inoltre, l'effetto di un taglio alle imposte sulla congiuntura non è necessariamente più rilevante e più immediato di quello della politica monetaria.

A favore di tagli alle tasse, ovviamente, si è pronunciata la nuova amministrazione del presidente Bush che intende ridurre il carico fiscale per 1600 miliardi di dollari in 10 anni. La riduzione delle imposte proposta da Bush è resa possibile dall'avanzo di bilancio e si caratterizza come un taglio generalizzato. In un certo senso la proposta riflette un orientamento strutturale alla riduzione della pressione tributaria sulle società, piuttosto che come uno strumento di intervento anticiclico.

Ovviamente, come lo stesso Greenspan ha fatto notare, le due linee di politica economica sono solo apparentemente contrapposte. Se il problema è la

debolezza di consumi e investimenti, sia una riduzione dei tassi di interesse sia una attenuazione della pressione tributaria vanno nella direzione appropriata ossia si configurano come forme di sostegno alla domanda aggregata. Si noti tuttavia che, a parità di altre condizioni, i tagli alle tasse – pur avendo l'effetto immediato di accrescere il reddito disponibile dei soggetti beneficiari – potrebbero avere effetti indiretti negativi sulla posizione finanziaria di questi ultimi perché tenderebbero a far aumentare i tassi di interesse. Naturalmente, se i tagli alle tasse si accompagnassero ad una politica monetaria espansiva, tali effetti indiretti verrebbero eliminati.

Nel medio periodo quindi si configura un *mix* di politica fiscale e di politica monetaria espansive. Ne dovrebbe risentire positivamente la congiuntura reale. Rimane da vedere quali effetti avrà questo cocktail sul tasso di inflazione, che attualmente continua ad aggirarsi attorno al 3,5% (2,6% la *core inflation*), mezzo punto in più rispetto all'inflazione europea, ma che potrebbe trovare impulsi positivi nell'andamento del costo del lavoro. Le ultime indicazioni riguardanti il quarto trimestre mostrano infatti una decisa accelerazione del costo del lavoro per unità di prodotto che – complice il brusco rallentamento della crescita della produttività pari al 2,4% (su base congiunturale annualizzata) – ha registrato un incremento del 4,1%, che costituisce l'aumento maggiore dopo quello realizzato nel secondo trimestre del 1999, quando il costo del lavoro per unità di prodotto era aumentato del 4,3% in concomitanza di una crescita pressoché nulla della produttività del lavoro nel settore non agricolo. Inoltre, non va dimenticato che i prezzi alla produzione sono aumentati in gennaio dell'1,1%, l'incremento più consistente registrato negli ultimi 10 anni.

Nella recente (febbraio) audizione al Senato, Greenspan ha espresso una interpretazione della natura della fase congiunturale sostanzialmente ottimistica. In effetti alcuni dati di gennaio sembrano incoraggianti. Ad esempio le vendite al dettaglio sono aumentate in gennaio dello 0,7% (contro una previsione dello 0,5%), dopo il già ricordato andamento negativo dello scorso dicembre (0,1%) che aveva fatto seguito alle flessioni di ottobre e novembre. Sempre a gennaio, infine,

le vendite all'ingrosso sono salite dello 0,7%, un dato molto positivo secondo gli analisti che si attendevano invece una stagnazione.

Se queste indicazioni venissero corroborate da nuovi dati, l'interpretazione della decelerazione come una "fase dell'aggiustamento" dell'economia americana - secondo l'espressione di Ferguson, vice di Greenspan - sarebbe legittima, di modo che le probabilità di una recessione in grande stile risulterebbero effettivamente "basse", come ha affermato Greenspan. La FED sembra delineare uno scenario di breve contrazione del tasso di crescita - dovuta a fattori prevalentemente psicologici che hanno penalizzato consumi ed investimenti - e di ripresa a ritmi del 3,5-4% già nel secondo semestre del 2001, in modo da avere un tasso medio annuo di crescita per il 2001 attorno al 2-2,5% (le previsioni precedenti della FED oscillavano tra il 3,25 e il 3,75%). Il tasso di disoccupazione si attesterebbe al 4,5% e l'inflazione attorno al 2%.

Quanto c'è di vero nelle parole del presidente della FED e quanto c'è di *"window dressing"* inteso a tranquillizzare i mercati e favorire un allentamento delle condizioni monetarie (una discesa dei tassi)? Difficile dirlo; non resta che aspettare la prossima riunione della FED convocata per il 20 marzo, in occasione della quale - secondo alcuni analisti - sarebbe possibile un ulteriore taglio dei tassi di 50 punti base. Rimane invece sicuramente prematuro trarre indicazioni confortanti sulla dinamica dell'attività produttiva da pochi dati disponibili, peraltro di difficile interpretazione, come quelli riguardanti le vendite al dettaglio, che sono soggette a forte volatilità. Le prime reazioni espresse dai mercati alla nuova impostazione di politica monetaria sono state positive. Dopo la prima riduzione dei tassi decisa il 3 gennaio scorso, il NASDAQ ha fatto registrare il più consistente guadagno giornaliero della sua seppur breve storia. Inoltre la curva dei rendimenti – che sul finire dell'anno scorso era caratterizzata da uno *yield spread* di quasi 100 punti base che poteva lasciar presagire una imminente recessione - ha rapidamente abbandonato la condizione di "curva invertita", per diventare quasi piatta. Per finire gli stessi mercati valutari hanno espresso quotazioni a termine – e non solo a pronti - coerenti con uno scenario che non sconta una

recessione USA. Tuttavia, come si è detto, siamo in una fase di incertezza congiunturale e pertanto le tendenze espresse dai mercati finanziari sono altamente suscettibili di capovolgimenti anche e brevissimo termine.

Eurolandia: si stabilizzano i tassi e la crescita

La dinamica dell'attività produttiva nell' Eurozona, che aveva assunto toni vivaci in primavera e all'inizio dell'estate, ha mostrato segni di indebolimento nella seconda parte del 2000. Contestualmente è calata la fiducia degli imprenditori e dei managers. A dicembre 2000 il *Purchasing Managers Index* ha registrato l'ottava flessione consecutiva, attestandosi a quota a 53,4, il livello più basso dal giugno 1999. Segnali un poco più incoraggianti provengono dai consumatori, i cui indici di fiducia crescono sia in Francia (al quarto anno consecutivo di crescita a ritmo sostenuto, attorno al 3%) che in Germania (dove il pacchetto di sgravi fiscali dovrebbe fare da rete di protezione della fiducia delle famiglie).

Il PIL tedesco è cresciuto del 3,1% nel corso del 2000 (1,6% nel 1999), alimentato soprattutto dalla domanda estera netta. Le esportazioni sono aumentate del 13% circa; gli investimenti del 9%, mentre i consumi solo dell'1,9%. Per l'anno 2001 è previsto un rallentamento della crescita che dovrebbe attestarsi attorno al 2,5-2,6%, pur tenendo conto dei possibili effetti dello sgravio fiscale (introdotto con la riforma in vigore dal 2001 con effetto nel 2001) volto a ottenere effetti di stimolo sui consumi in grado di compensare gli effetti negativi del rallentamento USA sulla domanda via esportazioni.

La Francia mostra invece una condizione congiunturale più robusta. La crescita del 2000 è stata pari al 3,1%, favorita dalla ottima performance non solo delle esportazioni (13% circa), ma anche degli investimenti (7%). Anche per l'economia francese si prevede un rallentamento della crescita attesa per l'anno 2001 (vicina al 2,7%), che dovrebbe risentire in modo particolare della caduta delle esportazioni nette.

Nel complesso, la Commissione Europea stima il tasso di crescita del PIL attorno al 3,5% medio nel 2000 e al 3,2% nel 2001 (senza tener conto degli effetti della decelerazione in USA), che favorisce una riduzione del tasso di disoccupazione – che si attesterebbe attorno ai 9 punti percentuali nel 2000, per calare all'8,5% nell'anno successivo. Tali previsioni non scontano i possibili cambiamenti sul fronte del commercio estero. Tuttavia, va ricordato che nel mese di dicembre l'attivo di bilancia commerciale di Eurolandia è stato di soli 0,7 mld. di euro, da confrontarsi con un surplus di 1,15 mld. di euro nel mese di novembre e addirittura di 3,2 mld. nel dicembre dell'anno precedente. In ragione d'anno l'intera area euro ha registrato un surplus commerciale di 12,6 mldi, un calo di quasi 40 mldi di euro rispetto al risultato del 1999, che evidentemente conferma le difficoltà in atto sul fronte degli scambi con l'estero che nell'anno 2001 potrebbero conoscere un ulteriore peggioramento per via del rallentamento USA e di un eventuale (ma non certo) indebolimento del dollaro.

All'interno dello scenario congiunturale appena descritto la politica monetaria non ha certo svolto un ruolo anticiclico. In due *round* successivi, alla fine di agosto e all'inizio di ottobre, la BCE ha infatti innalzato il tasso di riferimento della politica monetaria (tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale) portandolo al 4,75% . Da quel momento in poi non ci sono state modificazioni dei tassi di intervento. Nel frattempo, il SEBC interveniva sul mercato dei cambi a sostegno dell'euro, dapprima (terza decade di settembre) in cooperazione con le principali banche centrali dei paesi occidentali, in seguito (inizio ottobre, inizio novembre) "in solitario".

La decisione della BCE di ottobre rifletteva ufficialmente l'intenzione di contrastare l' aumento dei prezzi in corso, peraltro prevalentemente dovuto all' impennata dei prezzi del petrolio). Su questa impostazione avevamo già espresso perplessità nel precedente numero di Osservatorio. Successivamente, la BCE ha abbandonato l'idea di contrastare lo *shock* inflazionistico da offerta mediante una stretta monetaria, ponendo maggior attenzione alla cosiddetta *core*

inflation (ossia il tasso di inflazione depurato dagli andamenti dei prezzi del petrolio e degli alimentari, vale a dire le componenti più volatili dell'indice dei prezzi) e lasciando un poco in ombra il tasso di inflazione *tout court*: "La *core inflation* riflette fattori … che sono più importanti per la politica monetaria e per il medio termine" ha affermato Sirkka Hamalainen, membro del *board* della BCE, a Vienna all'inizio di novembre del 2000. A novembre l'inflazione (armonizzata) si è attestata al 2,9%, il dato più alto dal febbraio 1994, mentre la *core inflation* ha raggiunto l'0,5%.

In altri termini, sul finire dello scorso anno la BCE ha assunto una posizione più cauta e in un certo senso attendista. Lo schema di comportamento si può descrivere come segue. Si rinvia o si rinuncia alla variazione dei tassi di intervento in attesa di un chiaro segnale congiunturale in una direzione (surriscaldamento) o nell'altra (recessione). Soprattutto si evita di dare l'impressione di "seguire" la FED nella scelta dell'orientamento di politica monetaria al fine di tutelare l'immagine di indipendenza della BCE. Contemporaneamente, si interviene sul mercato dei cambi per sostenere l'euro che, dopo aver toccato un minimo di 0,82 nel mese di ottobre, ha raggiunto quota 0,94 a fine 2000. Infine si sterilizzano gli effetti dell'intervento sul mercato dei cambi mediante immissioni sostanziose di liquidità per evitare strette monetarie.

Nonostante questo atteggiamento attendista seguito dalla BCE, sui mercati si sono diffuse aspettative di riduzione dei tassi di intervento della BCE nel corso del primo semestre del 2001 dovute al rallentamento congiunturale (avvenuto nel secondo semestre rispetto al primo), ai minori rischi da inflazione (dovuti al parziale rafforzamento dell'euro e al calo del prezzo del petrolio), alla netta decelerazione di M3 il cui tasso di crescita è sceso sotto il 5% a novembre, dopo aver sfiorato il valore massimo del 7 % in occasione dello scorso mese di aprile.

Per il momento tali aspettative non si sono concretizzate. La BCE è l'unica delle grandi banche centrali a non aver seguito la FED nel taglio dei tassi di *policy*. Australia, Canada, Giappone, Gran Bretagna e Danimarca hanno infatti allentato l'intonazione della politica monetaria a seguito della mossa USA. Dopo

l'ultima decisione di mantenere invariati i tassi di *policy* nell'area Euro, la moneta comune europea ha conosciuto una nuova fase di indebolimento nei confronti del dollaro, complice anche un atteggiamento ambiguo seguito dal nuovo responsabile del Tesoro USA. Paul O'Neill ha infatti prima dichiarato il suo scetticismo nei confronti degli interventi eseguiti sui mercati valutari, determinando una immediata flessione dell'euro, solo in parte recuperata a seguito di una successiva dichiarazione in cui veniva affermato – anche se in modo poco chiaro – un rinnovato interesse per una politica di dollaro forte.

D'altro canto – come si accennava nell'introduzione – esiste una scuola di pensiero secondo cui il rallentamento dell'economia USA si tradurrebbe rapidamente in una ridotta espansione dell'area euro. Di conseguenza un maggior attivismo monetario in Europa sarebbe necessario per evitare la realizzazione di tale scenario che risentirebbe non solo della minor crescita della domanda estera per via del rallentamento USA – stimato nell'ordine di una caduta di 0,2 punti percentuali del PIL dell'area euro per ogni punto percentuale in meno di crescita USA - ma anche dell'impatto negativo indotto dall'apprezzamento del dollaro USA, che troverebbe ragione nel grande disavanzo delle partite correnti USA ormai pari al 4,5% del PIL. Una riduzione dei tassi di *policy* sarebbe quindi necessaria per ritornare a condizioni monetarie neutrali - come quelle prevalenti prima del rialzo deciso dalla BCE agli inizi del mese di ottobre – rivitalizzando la domanda interna che sarebbe così in grado di più che compensare la caduta della domanda americana per esportazioni europee, che rappresentano circa il 2% del PIL dell'area Euro.

Se sul fronte monetario continua a sussistere un alone di certezza, sul fronte fiscale pare invece che non vi possano essere dubbi: secondo la Commissione Europea - sia durante l'anno 2000 che nel corso del 2001 - la politica fiscale è stata e sarà gestita in modo espansivo, come si evince dall'andamento dei saldi di bilancio strutturali, che tendono a registrare un lieve, ma diffuso peggioramento, passando da un deficit dello 0,7% del PIL dell'area

euro del 1999, ad uno pari allo 0,9% del 2000 per raggiungere la soglia dell'1% nel 2001. La ragione di tale progressiva tendenza verso una politica fiscale più espansiva sarebbe da ricercarsi nella diminuzione delle imposte finanziata in parte da aumenti temporanei del gettito fiscale. Questo orientamento espansivo delle politiche fiscali appare tuttavia indesiderabile in quanto tende ad alimentare pressioni inflazionistiche dal lato della domanda, soprattutto all'interno di quei paesi in cui esiste il reale rischio di surriscaldamento dell'economia. E' questo ad esempio il caso dell'Irlanda, che ha appena ricevuto la prima raccomandazione formale indirizzata dal Consiglio Ecofin per non aver rispettato le indicazioni contenute nel Piano di Stabilità presentato a suo tempo. Nel caso specifico, l'Irlanda, pur avendo prodotto un *surplus* di bilancio cospicuo – grazie al *boom* reale (crescita del PIL superiore al 10%) – ha di fatto ridotto il proprio saldo di bilancio strutturale (aggiustato per il ciclo) contribuendo in tal modo ad alimentare eccessivamente la domanda interna e l'inflazione (che nel corso del 2000 ha raggiunto il 5,3%).

I punti critici

Lo scenario internazionale, già non particolarmente confortante, è punteggiato di zone critiche come il Giappone, le economie di nuova industrializzazione dell'Estremo Oriente, l'America Latina, che risentono con intensità più o meno elevata del rallentamento conosciuto dall'economia USA.

Per quanto riguarda il Giappone, le indicazioni che si potevano trarre dai dati fino ad alcuni mesi addietro e che andavano nella direzione di un irrobustimento congiunturale chiaramente visibile e ben consolidato sono di nuovo in dubbio. Secondo le stime riviste, nel terzo trimestre del 2000 - il dato disponibile più recente - si è verificata una contrazione del PIL dello 0,6% contro un aumento inizialmente stimato allo 0,2%. Cambia il segno del tasso di variazione percentuale del PIL e cambia quindi l'interpretazione del quadro

congiunturale, rendendo sempre più difficile il conseguimento di una crescita superiore al 2% nel 2001 (come invece era stato recentemente previsto dall'OCSE).

La contrazione del terzo trimestre segue gli incrementi del secondo trimestre dello 0,2% e del primo del 2,4%. La revisione al ribasso del dato di variazione percentuale del PIL è dovuta alla revisione del dato di crescita degli investimenti nel terzo trimestre che inizialmente era stato stimato al 7,8% e successivamente è stato rivisto all' 1,5%.

Ci si interroga su un possibile nuovo *slump* come nell'autunno del 1998; ma questa volta non ci sarebbe neppure la scusante della crisi del *Far East.* La dinamica del PIL è stata largamente trainata dalla domanda pubblica ma i margini per un ulteriore stimolo fiscale sono modesti, considerando che il rapporto deficit/PIL è all'8%, mentre il rapporto debito/PIL è al 130% (fine 2000). Peraltro non va dimenticato che anche l'apporto della domanda estera sta venendo meno, per via dell'indebolimento dei flussi di esportazione verso gli USA - che pesano il 3% del PIL – e verso le altre economie asiatiche – il cui peso in termini di PIL è superiore al 3,5%. Inoltre va sottolineato che dietro la battuta d'arresto degli investimenti ci sono le recenti difficoltà conosciute sul fronte dei beni ICT (*information and communication technology*) che - analogamente a quanto accaduto negli USA - avevano guidato negli ultimi tempi la ripresa della spesa riguardante beni capitali.

Ma è soprattutto il rischio di instabilità finanziaria a preoccupare maggiormente. La continua caduta dei prezzi delle azioni - ormai prossime ai valori minimi toccati in occasione della crisi finanziaria asiatica dell'ottobre 1998 - unitamente alla lentezza con cui avanza il processo di "pulizia dei bilanci" delle imprese finanziarie in crisi e all'ampliamento dei *credit spreads,* non consente di essere ottimisti per quanto riguarda gli stimoli che l'economia reale potrebbe trovare all'interno del settore finanziario, ancora gravato dalle conseguenze della bolla speculativa degli anni '80.

Nei paesi di nuova industrializzazione del Sud-est asiatico è in corso un forte deprezzamento di parecchie divise, dovuto essenzialmente alle prospettive meno ottimistiche di esportazioni verso gli USA e a fattori idiosincratici, talvolta di natura socio-politica. Ad esempio, a Taiwan il crollo in borsa è accentuato dal fatto che è cambiato il regime politico. In Corea è esplosa la crisi dell'assetto industriale basato sui grandi complessi *(chaebol)*, esemplificata dal fallimento di *Daewoo* e dalle difficili relazioni industriali che hanno reso impossibile la vendita di *Daewoo Motors* a *Ford* e dalla crisi finanziaria di *Hyundai Engineering*. Generalmente il deprezzamento non è frenato ma anzi è incoraggiato dai governi che sperano di recuperare competitività. Si è quindi messo in moto un processo di svalutazione competitiva. Fanno eccezione la divisa cinese e il dollaro di Hong Kong, la prima perché non ancora convertibile, il secondo perché legato al dollaro da un *currency board* come l'Argentina.

Ciò che costituisce il maggiore elemento di crisi per questa regione è però il rallentamento dell'economia USA che ha fortemente contribuito alla radicale decelerazione della domanda di prodotti *high tech* del comparto elettronico (cfr. sezione precedente), che costituiscono una delle principali voci delle esportazioni. Basterà ricordare a tale proposito che le esportazioni verso gli USA costituiscono il 25% del PIL della Malesia, il 12% del PIL di Tailandia e Taiwan e l'8% del PIL coreano, e che proprio le esportazioni del comparto *manufacturing electronics* (che rappresentano il 60% delle esportazioni della Malesia e delle Filippine e circa il 35% dell'*export* coreano) avevano contribuito a far rapidamente uscire dalla crisi del 1998 buona parte di questi paesi. Tuttavia, diversamente dal Giappone, molte economie del *Far East* possono ancora contare sugli eventuali stimoli positivi forniti dalla politica fiscale. Inoltre, dal momento che questa è la regione emergente che più ha risentito del rincaro dei prezzi petroliferi, un ridimensionamento dei corsi del greggio potrebbe contribuire a compensare almeno in parte la decelerazione dell'*export*.

Infine, non va dimenticato che nel generale clima di forte rallentamento atteso in Oriente l' unica eccezione è rappresentata dalla Cina, che dovrebbe

risultare il paese emergente a crescita più sostenuta. Il flusso delle esportazioni cinesi verso gli USA è rilevante in termini assoluti poiché la Cina è il secondo paese per origine dell'*import* USA dopo il Messico, ma il rapporto con il maggiore mercato di oltreoceano non è esclusivo come per il paese centro-americano: il grado di apertura internazionale della Cina è infatti inferiore al 20% e la quota esportata negli USA (escluse le riesportazioni via Hong Kong) è pari al 30% del totale delle merci in uscita. A ciò si deve aggiungere che la Cina, così come Hong Kong, non risulta eccessivamente dipendente dall'*export* di prodotti elettronici ad alto valore aggiunto e risulterà quindi meno danneggiata dal calo della domanda previsto in questo settore.

Poco rosee sono anche le prospettive di diverse economie latino–americane. Il Messico - per via dei forti legami commerciali con gli USA, favoriti dall'accordo NAFTA - è il paese probabilmente più esposto agli effetti del rallentamento. Le esportazioni verso gli USA pesano quasi per il 30% del PIL messicano. L'eventuale *growth recession* che potrebbe realizzarsi nel primo semestre del 2001 potrebbe quindi generare conseguenze particolarmente negative che riguarderebbero non solo le esportazioni nette, ma anche il merito di credito sui mercati finanziari internazionali, i movimenti di capitale e di conseguenza il tasso di cambio. Una rapida battuta d'arresto delle esportazioni verso il mercato statunitense porrebbe infatti non pochi dubbi sulla sostenibilità del debito estero messicano - pari al 30% del PIL e all'80% delle esportazioni – inducendo probabili immediate reazioni per quanto riguarda la valutazione del rischio paese e del rischio valuta. Il paese combatte inoltre contro un tasso di inflazione ancora elevato e non può permettersi particolari allentamenti della politica monetaria. E' quindi lecito immaginare uno scenario caratterizzato da un deciso rallentamento del ciclo economico messicano che potrebbe essere aggravato dalle prospettive di prezzi petroliferi in calo, con effetti rilevanti anche sulle entrate statali, data la sua condizione di esportatore netto di petrolio.

Una situazione analoga si profila per il Venezuela e per l'Ecuador, paesi dipendenti dall'*export* di petrolio (il 70% delle esportazioni venezuelane e il 30% di quelle ecuadoregne è costituito da petrolio e, nel complesso, gli USA assorbono più della metà delle esportazioni totali del Venezuela e il 40% di quelle provenienti dall'Ecuador).

Al contrario interessanti differenze emergono considerando il caso argentino. Il paese ha adottato sin dal 1991 un *currency board* che garantisce la completa convertibilità in dollari al tasso prefissato dell'intera base monetaria. Quindi la divisa argentina è strettamente legata al dollaro statunitense. Il rafforzamento del dollaro ha di conseguenza comportato un rafforzamento del peso argentino e una perdita di competitività verso gli altri paesi ed in particolare verso il Brasile, che ha invece un cambio fluttuante - dopo la crisi del *real* del 1998/99. Inoltre, la contrazione dei corsi delle materie prime esportate ha colpito fortemente i ricavi da esportazione. Ne è derivata una contrazione della domanda estera netta. La disoccupazione è salita al 15% della forza lavoro e c'è stata recessione per due anni. Si è gonfiato il deficit pubblico e soprattutto il debito estero, che ha raggiunto il 52% del PIL e che per una buona parte (15% circa) è costituito da obbligazioni a breve. Lo *spread* con i tassi USA è salito al 10% a fine 2000 (era al 3% nel 1993) - evidentemente per via dell'accresciuto rischio paese, che ha determinato ingenti deflussi di capitale che avevano fatto temere lo scoppio di una vera e propria crisi finanziaria.

La duplice decisione della FED di ribassare i tassi di interesse unitamente al pacchetto di aiuti precedentemente erogati dal FMI (40 milioni di dollari resi disponibili nel mese di dicembre) hanno consentito all'economia argentina di tirare - almeno momentaneamente - un sospiro di sollievo. In effetti, dopo la crisi di novembre il Tesoro argentino è tornato sul mercato internazionale dei capitali con un'operazione di 4,2 mld. di dollari; contemporaneamente i tassi argentini sono diminuiti di oltre 300 punti base dai massimi di fine anno. Un ruolo non indifferente nella parziale risoluzione della (possibile) crisi argentina è

evidentemente giocato dal legame asimmetrico che sussiste tra l'economia sud-americana e quella USA. Al forte legame di carattere monetario-finanziario - indotto dal *currency board* – non corrisponde un legame altrettanto forte di carattere reale - in quanto l'*import-export* argentino verso gli USA è assai limitato (mentre è elevato nei confronti di Eurolandia verso cui si dirige il 20% delle esportazioni di questo paese). Diversamente dal Messico, l'Argentina soffre quindi poco del *soft landing* USA e trae invece i massimi benefici dalle decisioni di politica monetaria della FED sempre più orientate a generare un ciclo ribassista dei tassi che faciliterebbe il mantenimento in vita del *currency board* e consentirebbe notevoli benefici sul fronte del servizio del debito estero, data l'elevata quota di debito a breve.

In una situazione per certi versi analoga si trova il Brasile. Al pari dell'Argentina - e diversamente dai paesi del *Far East* che hanno un debito estero assai contenuto - anche il Brasile ha buona parte del debito estero a tasso variabile e presenta un elevato rapporto tra servizio del debito estero e livello dell'*export* (intorno al 30%), e può dunque usufruire del ciclo ribassista dei tassi inaugurato dalla FED. Per di più il Brasile inizia l'anno con buone prospettive di crescita, pur essendo un importatore netto di petrolio e pur scontando il possibile andamento avverso seguito dai prezzi all'esportazione dei prodotti agricoli.

Il quadro interno

Nel quarto trimestre del 2000 il PIL italiano è aumentato dello 0,8% rispetto al trimestre precedente, consentendo un incremento – tra il terzo e il quarto trimestre dell'anno - del tasso di variazione congiunturale annualizzato, passato dal 2,3% al 3,3%. A questo andamento ha contribuito positivamente il valore aggiunto dell'industria e dei servizi, negativamente quello dell'agricoltura che ha subito una flessione. In termini tendenziali la crescita è risultata pari al 2,7%, non sostanzialmente dissimile da quella registrata nel terzo trimestre (2,6%)

e nel secondo trimestre (2,8%). La variazione percentuale media annua è stata quindi del 2,9%, in linea con le previsioni del Governo.

Nella TAB. 1.1 riportiamo i tassi di crescita medi annui del PIL e delle principali componenti della domanda aggregata nel periodo 1997-2000, recentemente rivisti dall'ISTAT.

TAB. 1.1 - Variazioni % medie annue del PIL e delle principali componenti della domanda aggregata 1997-2000

Componenti della domanda	1997	1998	1999	2000
PIL	2,0	1,8	1,6	2,9
Consumi famiglie	3,2	3,1	2,3	2,9
Consumi collettivi	0,3	0,4	1,6	1,7
Investimenti fissi	2,1	4,3	4,6	6,1
Export	6,4	3,6	0,0	10,2
Import	10,1	9,0	5,1	8,3

Il tasso di crescita medio annuo del 2000, pur essendo marginalmente più modesto di quello registrato nei principali paesi *partner* europei (attorno al 3% per Germania, Francia e Gran Bretagna), segnala un deciso miglioramento rispetto al quadriennio 1996-99. Il tasso medio annuo torna ai livelli del 1995 (2,9%), con la sostanziale differenza che nel 2000 la ripresa non è stata trainata dal deprezzamento del cambio e di conseguenza dall'andamento delle esportazioni nette che aveva invece dominato la dinamica della domanda interna nel periodo 1993-1995.

In qualche misura, la crescita è stata limitata anche dal cosiddetto effetto calendario: nel quarto trimestre del 2000 ci sono state infatti tre giornate lavorative in meno sia rispetto al trimestre precedente, sia rispetto al trimestre corrispondente del 1999.

Nella TAB.1.2 sono riportati i contributi alla crescita del PIL delle diverse componenti della domanda aggregata. Naturalmente, grazie al loro peso relativo, i consumi forniscono il contributo maggiore alla dinamica dell' economia. Vale la pena di sottolineare, comunque, il contributo nel corso del 2000 proveniente dagli

investimenti e dalla domanda estera netta. Quest'ultima, nel periodo 1997-1999 aveva apportato un contributo negativo alla crescita del PIL. La crescita della domanda è stata inoltre penalizzata nel corso del 2000 dal contributo negativo delle scorte.

TAB. 1.2 - Contributi alla crescita del Pil provenienti dalle diverse componenti della domanda aggregata

Componenti della domanda	1997	1998	1999	2000
PIL	2,0	1,8	1,6	2,9
Consumi famiglie	1,9	1,8	1,4	1,7
Consumi collettivi	0,1	0,1	0,3	0,3
Investimenti fissi	0,4	0,8	0,9	1,3
Variazione scorte	0,2	0,3	0,3	-1,0
Esportazioni nette	-0,6	-1,2	-1,3	0,6

La crescita prevista del PIL per il 2001 è secondo l'OCSE e il FMI del 2,5% (contro un dato originariamente previsto rispettivamente pari al 2,7% e al 3%). La revisione verso il basso è per lo più dovuta al rallentamento dell'economia USA, anche se occorre ricordare che l'economia italiana entra nel primo trimestre del 2001 con un effetto trascinamento non trascurabile pari a 0,9 punti percentuali, un valore simile a quello che caratterizzò l'inizio dell'anno 2000.

Indicazioni per certi versi contrastanti provengono invece dalla dinamica della produzione industriale. Il tasso di incremento medio della produzione industriale è stato del 3,2% nel 2000, che costituisce il quarto incremento consecutivo dell'indice calcolato su base annua. Tale dato è frutto di una crescita decisamente superiore alla media della produzione di beni di investimento, che sfiora il 5% (e che evidentemente conferma la natura dell'espansione in corso, in cui un ruolo trainante è stato sicuramente svolto dall'accumulazione del capitale da parte delle imprese), di una crescita in linea con la media dei beni intermedi e di una dinamica molto modesta della produzione di beni di consumo, che non ha superato l'1%.

Tuttavia, focalizzando l'attenzione sui dati di fine 2000 - inizio 2001, il quadro diventa più variegato. Il tasso di variazione tendenziale della produzione industriale di dicembre, calcolato sull'indice grezzo, è risultato negativo. Ma nel dicembre 2000 ci sono state quattro giornate lavorative in meno. Depurando il dato dell'effetto calendario (ossia calcolando la variazione percentuale della produzione media giornaliera) si ottiene un aumento molto consistente: +13,1%. Il tasso di variazione congiunturale della produzione industriale di dicembre, calcolato sull'indice destagionalizzato, registra un incremento altrettanto cospicuo pari al 2,4%. In gennaio, secondo le stime di produzione industriale basate sui consumi elettrici di ref.irs, sarebbe proseguita la dinamica ascendente della produzione industriale che avrebbe invece subito una battuta d'arresto a febbraio, con un calo dell'indicatore elettrico di quasi 2 punti percentuali rispetto al mese precedente.

Indicazioni decisamente meno positive provengono invece dal fronte dei prezzi. L'indice dei prezzi al consumo è cresciuto del 3% nel mese di gennaio, un dato confermato anche per il mese di febbraio dalle prime stime riguardanti le città campione. Sulla maggior crescita dei prezzi hanno pesato - oltre al cosiddetto effetto "mucca pazza" che ha determinato l'aumento dei prezzi degli alimenti alternativi alle carni rosse - anche i rincari dei servizi e gli incrementi delle tariffe pubbliche. L'opinione prevalente è che la crescita dei prezzi non rallenterà sino alla seconda metà dell'anno provocando un aumento del tasso d'inflazione in media d'anno, superiore al tasso medio d'inflazione previsto per Francia e Germania (2% circa).

SINTESI

1 - Il quadro macroeconomico

L'aumento del prezzo del petrolio e la brusca frenata dell'economia statunitense sono stati i due *shock* che hanno caratterizzato il quadro macroeconomico del secondo semestre dello scorso anno. All'inizio del 2001, mentre le tensioni sul prezzo del greggio sembrano essere rientrate, permangono i timori per gli effetti che il rallentamento dell'economia USA potrà avere sull'economia mondiale. Le conseguenze dipendono chiaramente dalla natura della fase congiunturale negativa che ha caratterizzato l'economia americana. E' ancora presto per dire se si tratti di una vera e propria recessione o di un atterraggio morbido *(soft landing)*. La variazione radicale della *stance* della politica monetaria seguita dalla FED, che è passata da un orientamento restrittivo e preoccupato per i rischi inflazionistici *demand pulled* ad un orientamento accomodante e inteso a prevenire i rischi di un acutizzarsi della fase di rallentamento, sottolinea però che si tratta di un vero e proprio periodo negativo. Un ulteriore supporto all'uscita da questa fase potrebbe venire, oltre che dalla politica monetaria, anche dal programma di tagli alle imposte proposta dalla nuova amministrazione Bush. Nel medio periodo sembrerebbe configurarsi quindi per gli USA un *mix* di politica fiscale e di politica monetaria espansive. Tuttavia, se si trattasse di vera e propria recessione dell'economia americana, l'intera economia mondiale potrebbe risentirne, perlomeno nel breve periodo. Potrebbe risentirne l'Europa, la cui ripresa prosegue anche se ad un ritmo più contenuto rispetto a quello fatto registrare nel corso del primo semestre del 2000. Potrebbero risentirne maggiormente i paesi con più forti legami commerciali con gli USA, come ad esempio il Messico o i paesi del *Far East*. In questo quadro macroeconomico internazionale poco esaltante, l'Italia ha recentemente confermato una crescita brillante, anche se inferiore rispetto a quella dei principali *partner* europei. Meno confortanti le indicazioni sul fronte dei prezzi, con l'IPC che sembra essersi attestato al 3% anche a febbraio.

2 - La finanza pubblica

La finanza pubblica italiana si caratterizza per il raggiungimento degli obiettivi programmati, con esiti positivi sul fronte dei conti pubblici. Le spese complessive

sono aumentate del 2,7% rispetto al 1999, in conseguenza della modesta crescita degli oneri per interessi passivi e della crescita più sostenuta delle altre spese correnti, guidata soprattutto dalla crescita delle prestazioni per assistenza sanitaria in convenzione. Lo scorso anno la pressione fiscale è diminuita dal 43 al 42,4% del PIL; le entrate tributarie sono cresciute del 3,5% mentre l'aumento dei contributi sociali è stato pari al 4,6%. L'evoluzione delle spese e delle entrate pubbliche ha determinato una riduzione dell'indebitamento netto della P.A., passato dall'1,8 all'1,5% del PIL. L'avanzo primario è rimasto fermo al 5%, mentre continua la riduzione del rapporto tra debito e PIL, collocatosi al 110,3% dal 114,5% dell'anno precedente.

3 - Moneta, tassi e intermediazione bancaria

Nell'ultimo quadrimestre dello scorso anno la Banca Centrale Europea è intervenuta in un paio di occasioni sui tassi ufficiali, per un aumento nel complesso di 50 punti base che ha portato il tasso di rifinanziamento principale al 4,75%. Successivamente, il rallentamento della crescita di M3, la riduzione del prezzo del greggio, la parziale ripresa del cambio dell'euro ed il rallentamento della crescita nei paesi dell'area hanno, almeno in parte, mutato l'intonazione restrittiva della politica monetaria verso un atteggiamento più neutrale nei confronti del rischio di inflazione. Gli impieghi bancari hanno mantenuto tassi di crescita elevati, soprattutto nella componente a più breve scadenza. Il minore dinamismo della componente a più lunga scadenza è da imputare parzialmente al rallentamento della crescita dei prestiti alle famiglie. L'andamento della raccolta diretta si è mantenuto su livelli analoghi a quelli dei mesi precedenti, mentre si sono osservati tassi di variazione tendenzialmente negativi per quanto concerne la raccolta indiretta; l'analisi dell'andamento delle diverse componenti della raccolta indiretta mette in luce un disinvestimento delle quote di fondi comuni e parallelamente un aumento degli altri titoli a custodia e una sostanziale tenuta delle gestioni patrimoniali. L'andamento dei tassi bancari ha mostrato un ulteriore ampliamento della forbice tra i tassi a più breve scadenza. In particolare, la dinamica che ha interessato i tassi attivi ha consentito di invertire la tendenza al deterioramento del *mark-up*. Si arresta il *trend* di crescita del contributo della raccolta alla formazione del margine d'interesse, misurato dal *mark-down*.

4 - Diffusione e redditività delle carte di credito

Il mercato delle carte di credito e di debito ha recentemente conosciuto nel nostro paese un considerevole sviluppo, sia in termini di utilizzo e di diffusione, che in termini di espansione della rete di ATM e di POS. Se ci concentriamo in particolare sul mercato delle carte di credito bancarie, è possibile notare la presenza di poche banche "emittenti" e di numerose banche "distributrici". Un'indagine tramite questionario su un campione rilevante di banche (58% del mercato sulla base del numero di carte di credito in circolazione, 50% dei volumi transati, 50% degli sportelli ATM e POS) ha mostrato l'esistenza di approcci strategici differenziati. Per quanto attiene alle banche distributrici si nota una maggiore attenzione al *business* delle carte di credito da parte delle banche con un circuito di dimensioni maggiori, presumibilmente nella prospettiva di diventare emittenti. Per quanto attiene invece alle banche emittenti si nota una forte concentrazione delle quote di mercato ed una relazione positiva tra il numero delle carte di credito in circolazione e l'importo unitario delle commissioni. Tale osservazione sembra sottolineare l'importanza della dimensione del circuito sulla redditività di quest'area dell'attività bancaria.

5 - Strumenti finanziari e gestione del risparmio

Lo scorso anno è stato caratterizzato da alcuni importanti fenomeni. Si è osservata innanzitutto una sensibile riduzione di risorse canalizzate dalla Borsa, sia attraverso operazioni di aumento del capitale delle società quotate che in occasione dell'accesso alla quotazione mediante offerte di azioni al pubblico. La riduzione su base annua è stata del 64,8%. Si è poi osservata la riduzione di risorse destinate dai risparmiatori al risparmio gestito, che ha fatto registrare all'industria dei fondi comuni una raccolta netta negativa per circa 12.500 miliardi di lire dopo oltre un quinquennio. In generale è comunque proseguita la riallocazione di ricchezza finanziaria verso strumenti caratterizzati da un livello di rischio più elevato da parte dei risparmiatori, proprio grazie anche al peso degli strumenti del risparmio gestito. Infine, si è osservato un consistente incremento del volume degli scambi di titoli sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA. In quest'ambito, il segmento di mercato più dinamico è stato quello dei *covered warrant*, considerato il forte incremento del volume di scambi, più che raddoppiati rispetto al 1999, da 27 mila a 60 mila miliardi di lire. Il mercato,

nonostante il suo rapido sviluppo, appare ancora significativamente concentrato attorno a tre emittenti, che hanno portato a quotazione il 65% dei *covered warrant* negoziati.

6 - La tassazione delle attività finanziarie in Europa

Il problema della tassazione delle attività finanziarie nei paesi dell'Unione Europea è diventato più rilevante con la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la crescente integrazione dei mercati. Il dibattito politico ed economico è recentemente sfociato, in ambito comunitario, nella proposta di una direttiva volta a combattere fenomeni di *harmful tax competition* e ad assicurare un livello minimo di tassazione delle rendite finanziarie. L'analisi dei differenti regimi impositivi nei paesi dell'Unione evidenzia il permanere di ampie differenze nel regime fiscale riservato ai residenti, con riferimento sia alle modalità di imposizione che alla misura delle aliquote e alla presenza di franchigie o di particolari esenzioni per particolari categorie di titoli. Sembra osservarsi invece una certa convergenza per quanto riguarda il regime fiscale riservato ai non residenti: gli interessi sono generalmente non imponibili, così come i *capital gains*; i dividendi sono invece assoggettati a ritenute alla fonte comprese nella forbice 25-30%.

2. LA FINANZA PUBBLICA*

Il presente capitolo illustra i risultati di finanza pubblica per il 2000, che si caratterizza per il raggiungimento degli obiettivi programmati, con esiti positivi sul fronte dei conti pubblici. L'indebitamento netto della P.A. si attesta all'1,5% del PIL, l'avanzo primario si stabilizza intorno al 5% ed il rapporto debito/PIL scende al 110,3%.

2.1 Il consuntivo del 2000

I conti pubblici hanno segnato un certo miglioramento anche nel corso del 2000, con una ulteriore riduzione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche, sceso dall'1,8% all'1,5% del PIL (esso risulta pari allo 0,3% del PIL se si considerano i proventi derivanti dall'assegnazione delle licenze UMTS, pari a 26.750 miliardi). Il risparmio pubblico è risultato positivo, pari a circa 40.000 miliardi, raggiungendo l'1,8% del PIL, contro l'1,5% del 1999. L'avanzo primario si è stabilizzato al 5 % del PIL.

Vengono di seguito proposti i dati disponibili relativi al conto economico delle Amministrazioni Pubbliche, dai quali è possibile trarre qualche indicazione di massima sull'andamento dei principali comparti di spese ed entrate pubbliche.

La spesa pubblica. Le spese complessive (TAB. 2.1) sono aumentate del 2,7%, rispetto al 1999, in conseguenza della modesta crescita degli oneri per interessi passivi (0,9%), della crescita più sostenuta delle altre spese correnti (3,3%) e della lievissima riduzione delle spese in conto capitale (-0,5%).

In particolare, le spese di personale sono cresciute del 3,1%; più vivace è risultata la dinamica dei consumi intermedi, con un aumento del 5%; le prestazioni sociali, essendo stato riassorbito l'effetto del provvedimento di mensilizzazione del pagamento delle pensioni, hanno registrato una crescita del 2,3%; infine, le altre spese correnti al netto degli interessi sono aumentate del

* A cura di M. Flavia Ambrosanio.

5,7%, soprattutto per effetto della crescita delle prestazioni per assistenza sanitaria in convenzione.

TAB. 2.1 – Le spese della P.A. nel periodo 1997-2000
(migliaia di miliardi)

	1997	1998	1999	2000
Redditi da lavoro dipendente	230,6	221,6	228,7	2359
Consumi intermedi	93,9	99,3	106,6	111,9
Prestazioni sociali in danaro	344,2	352,2	368,5	377,1
Altre uscite correnti	83,8	104,7	107,2	113,3
Uscite correnti al netto interessi	752,5	777,8	811,0	838,2
Interessi passivi	186,1	166,8	144,8	146,1
Uscite correnti	938,6	944,6	955,8	984,3
Uscite in conto capitale	69,4	78,1	82,9	82,5
Uscite totali	1.008,0	1.022,6	1.038,8	1.066,8

Per quanto riguarda le spese in conto capitale, gli investimenti fissi lordi sono aumentati del 2,7%, i contributi agli investimenti del 3,6%, si sono invece ridotte le altre spese in conto capitale.

Nel 2000 è dunque proseguita la tendenza, in atto da alcuni anni, alla riduzione dell'incidenza della spesa pubblica complessiva sul PIL, che si è portata dal 48,4 al 47,3% (TAB. 2.2); più in dettaglio, le spese correnti al netto degli interessi si sono attestate al 37,1% del PIL, contro il 37,8% del 1999; gli oneri per interessi passivi al 6,5%, a fronte del 6,8% del 1999; le spese in conto capitale al 3,6% contro il 4% dell'anno precedente.

TAB. 2.2 - Le spese della P.A. nel periodo 1997-2000
(in % del PIL)

	1997	1998	1999	2000
Uscite correnti al netto interessi	37,9	37,4	37,8	37,1
Interessi passivi	9,4	8,0	6,8	6,5
Uscite correnti	47,2	45,5	44,6	43.6
Uscite in conto capitale	3,5	3,8	4,0	3,6
Uscite totali al netto interessi	41,4	41,2	41,7	40,8
Uscite totali	50,7	49,2	48,4	47,3

Le entrate pubbliche. Nel corso del 2000 la pressione fiscale è diminuita dal 43% al 42,4% del PIL (TAB. 2.3). Le imposte dirette hanno registrato una

crescita moderata, pari al 2,1%, anche per effetto dei provvedimenti di sgravio attuati a fine anno, come anticipo delle disposizioni contenute nella legge finanziaria per il 2001. Al contrario, il gettito delle imposte indirette ha segnato una crescita del 4,9%, grazie all'evoluzione positiva dell'IVA e dell'IRAP.

Nel complesso, le entrate tributarie sono cresciute del 3,5%. L'aumento dei contributi sociali, infine, è risultato pari al 4,6%.

TAB. 2.3 – Le entrate della P.A. nel periodo 1997-2000
(migliaia di miliardi)

	1997	1998	1999	2000
Imposte dirette	318,6	297,7	320,1	326,9
Imposte indirette	247,3	318,6	325,3	341,2
Contributi sociali	304,6	266,7	274,7	287,4
Altre entrate correnti	64,2	66,7	70,2	68,7
Entrate correnti	934,7	949,6	990,4	1024,1
Entrate in conto capitale	19,6	14,3	10,7	8,6
Entrate totali	954,3	963,9	1.001,0	1.032,7

I saldi della P.A. L'evoluzione delle spese e delle entrate pubbliche, come descritta nei paragrafi precedenti, ha determinato ancora una riduzione dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche, sceso a 34.000 miliardi dai circa 40.000 del 1999; in rapporto al PIL esso è sceso dall'1,8% all'1,5% (TAB. 2.4). L'avanzo primario è aumentato da 107.000 a 112.000 miliardi, restando al 5% del PIL. Il risparmio pubblico è risultato positivo, pari a circa 40.000 miliardi, raggiungendo l'1,8% del PIL, contro l'1,5% del 1999.

Un ulteriore miglioramento è stato conseguito sul fronte del debito pubblico, il cui rapporto al PIL ha continuato a scendere, portandosi al 110,3% dal 114,5% del 1999. Tale risultato può essere meglio valutato, se si considera che alla fine del 1996 il debito pubblico rappresentava il 123,6% del PIL.

TAB. 2.4 – I saldi della P.A. nel periodo 1997-2000
(in % del PIL)

	1997	1998	1999	2000
Indebitamento netto	2,7	2,8	1,8	1,5
Risparmio pubblico	-0.1	0,3	1,5	1,8
Avanzo primario	6,7	5,2	5,0	5,0

3. MONETA, TASSI E INTERMEDIAZIONE BANCARIA*

Nella prima parte dell'ultimo quadrimestre del 2000 la BCE ha effettuato due manovre di aumento dei tassi ufficiali per complessivi 50 punti base, portando il 6 ottobre scorso il tasso di rifinanziamento principale al 4,75%. Da allora la Banca Centrale non ha più effettuato manovre sul REPO.

Nel periodo considerato, quindi, la BCE ha effettuato due manovre restrittive a causa delle preoccupazioni per l'andamento della moneta, allora ancora eccessivo rispetto al valore di riferimento, e dei prezzi nell'area, che rappresentano la naturale continuazione dell'orientamento seguito a partire da novembre 1999. Successivamente, però, il rallentamento della crescita monetaria, la riduzione del prezzo del petrolio, la parziale ripresa dell'euro, la crescita economica non eccessivamente sostenuta e il rallentamento dell'economia USA hanno in parte modificato lo scenario inflazionistico. Negli Stati Uniti, inoltre, la decisione della Federal Reserve di ridurre di 50 punti base il tasso sui *federal funds* ha ridotto il differenziale tra i tassi americani e i nostri.

Le recenti scelte di mantenere immutati i tassi ufficiali al livello stabilito all'inizio di ottobre 2000 sono motivate, come consuetudine, dall'analisi congiunta delle determinanti relative al primo ed al secondo pilastro della strategia di politica monetaria perseguita.

Il primo pilastro della strategia, cioè la crescita della moneta M3 dell'area Euro, si sta avvicinando al suo valore di riferimento del 4,5%. In particolare, la media mobile trimestrale della crescita della moneta nel periodo ottobre-dicembre 2000 risulta pari al 5%, contro il 5,4% della fine del quadrimestre precedente. Considerando che alla minore crescita della moneta si accompagna anche una minor crescita degli aggregati creditizi, la BCE ritiene che i rischi per la stabilità dei prezzi derivanti da fattori monetari si siano ridotti rispetto ai mesi passati.

Dall'analisi degli indicatori compresi nel secondo pilastro della strategia emerge, tra l'altro, che la crescita economica all'interno dell'Eurozona si è leggermente ridotta nel terzo trimestre. Durante il corso dell'anno sono comunque andati progressivamente migliorando il clima di fiducia delle imprese e la

---

* A cura di A. Baglioni, G. Mastromatteo, L. Nieri e G. Verga e con la collaborazione dei dott. A. Aleati, Maurizio Marchiori e Stefano Corona.
Si ringraziano le banche partecipanti al Laboratorio di Analisi Monetaria per la collaborazione all'indagine sulla Raccolta Indiretta.

tendenza della produzione industriale, pur in presenza di un loro leggero ridimensionamento a partire da ottobre. Nel contempo si è assistito a un miglioramento anche nel mercato del lavoro e a una stabilizzazione, su livelli elevati, del clima di fiducia dei consumatori. Ulteriori conferme alla crescita economica complessiva dell'area Euro emergono dall'andamento dei rendimenti obbligazionari che riflettono le attese dei mercati circa una espansione economica nel medio periodo.

Per quel che concerne i prezzi al consumo, in dicembre l'inflazione si è attestata al 2,6%, in crescita rispetto al 2,3% della fine dello scorso quadrimestre, ma in riduzione rispetto ai tre mesi precedenti. In particolare, tale valore sembra essere condizionato soprattutto dall'aumento subito nei mesi passati dai prezzi dei beni energetici che solo di recente hanno registrato un ridimensionamento. Nel contempo, anche il miglioramento del cambio (che si è apprezzato di circa il 7% nel mese di dicembre 2000) può fornire qualche contributo al rientro dell'inflazione entro la soglia del 2%.

La BCE ritiene invece che gli effetti derivanti dal rallentamento dell'economia mondiale saranno limitati perché il PIL dell' area Euro risulta influenzato dalle esportazioni solamente per il 17% circa, essendo l'attività dei paesi Euro dominata soprattutto da fattori interni.

3.1 L'andamento degli aggregati monetari e creditizi

Nel corso dell'ultimo quadrimestre dell'anno 2000 è progressivamente decelerata la crescita degli aggregati monetari. In particolare, la crescita di M3 calcolata per l'intera area Euro è progressivamente scesa dal 5,7% di agosto 2000 al 4,9% di fine anno, con una riduzione più accentuata per le componenti liquide (TAB. 3.1): l'incremento annuo di M1 è sceso dal 7,1% del secondo quadrimestre dell'anno al 5,5% di dicembre 2000; più contenuta è stata la discesa del tasso di crescita di M2 (dal 4,2% al 3,6%). La riduzione di M1 è soprattutto imputabile al circolante, passato da un tasso di crescita del 3,5% di agosto 2000 ad una discesa dello 0,7% di dicembre. Da notare, infine, che le componenti meno liquide della moneta, comprese unicamente in M3, hanno invece continuato a crescere a ritmi molto elevati (oltre il 20%). Buona parte di questo fenomeno è da imputare al

rialzo dei tassi a breve che hanno fatto salire il differenziale tra il rendimento delle componenti meno liquide della M3 e quello della M1.

TAB. 3.1 - Tassi di variazione annuale della moneta

		Area Euro			Italia		
		M1	M2	M3	M1	M2	M3
1999	Mar	11,8	6,8	5,5	9,9	3,1	0,4
	Giu	11,6	6,4	5,6	8,5	3,0	-0,8
	Set	12,8	7,0	6,1	13,0	6,5	1,5
	Dic	10,1	5,3	6,2	10,3	5,1	3,5
2000	Mar	10,1	5,1	6,6	10,7	6,3	5,1
	Giu	7,1	4,3	5,4	6,8	4,4	5,3
	Lug	6,9	3,7	5,2	7,5	5,2	6,2
	Ago	7,1	4,2	5,7	9,3	6,0	6,8
	Set	6,2	4,1	5,3	8,2	5,3	6,1
	Ott	5,8	3,7	5,2	6,9	4,3	5,9
	Nov	5,0	3,7	5,0	5,9	3,3	5,1
	Dic	5,5	3,6	4,9	5,8	2,4	3,9

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tav. 2.4; gen.2001 ed agg.; elab. su BdI, *Supplemento al Bollettino Statistico Tav. ETAM021*

Il *trend* osservato dagli aggregati monetari in Italia è simile a quello dell'intera area Euro; in particolare, la M3 ha registrato una riduzione della crescita dal 6,8% del secondo quadrimestre del 2000 al 3,9% di dicembre (inferiore al valore di riferimento del primo pilastro), grazie soprattutto alla riduzione della crescita della componente più liquida M1, scesa dal 9,3% al 5,8%.

La raccolta bancaria dell'area Euro ha subito una flessione generalizzata per tutte le forme tecniche, con l'eccezione dei pronti contro termine, i quali hanno registrato un forte incremento nel mese di dicembre (+21,5%) (TAB. 3.2). Le obbligazioni bancarie hanno continuato la crescita, ma anch'esse con tassi via via in diminuzione, passando dal 10,5% di agosto 2000 all'8,3% di dicembre. Gli aggregati relativi all'Italia hanno presentato, nello stesso periodo, un ancor più marcato rallentamento. La crescita dei depositi è scesa dall'8,1% al 6,4%, mentre quella delle componenti a vista si è ridotta dal 9,8% al 5,9%. Solo i pronti contro termine hanno mostrato, come nell'intera area Euro, una forte accelerazione a dicembre (+35,8%). Da notare come i depositi rimborsabili con preavviso (che includono i certificati di deposito) risultano in Italia in forte diminuzione (-18% a dicembre 2000), in controtendenza rispetto al resto dei paesi dell'area.

TAB. 3.2 - Tassi di variazione annuale e struttura della raccolta delle banche: area Euro e Italia

		Depositi *		Obbligazioni **
		Totale	A vista	
Area Euro				
2000	Lug	3,5	8,3	10,1
	Ago	3,9	8,5	10,5
	Set	3,5	7,2	9,6
	Ott	2,8	7,1	9,3
	Nov	1,9	5,9	8,2
	Dic	3,3	7,4	8,3
	quota dic	77,7	14,4	22,3
Italia				
2000	Lug	10,5	8,2	9,5
	Ago	8,1	9,8	9,8
	Set	7,2	8,7	11,1
	Ott	8,3	7,1	10,6
	Nov	9,6	5,9	10,0
	Dic	6,4	5,9	10,5
	quota dic	72,8	36,9	27,2

* Esclusi depositi dell'Amministrazione centrale. ** Incluse passività subordinate.
Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tavola 2.2, gen. 2001 ed agg.; BdI, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori Monetari e Finanziari, Istituzioni Finanziarie Monetarie: Banche e Fondi Comuni Monetari*, Tavv. 1 e 3 (*ETDM0020 e ETDM0050)*, gen. 2001.

Nel complesso dell'area Euro il tasso di crescita dei prestiti (TAB. 3.3) ha subito solo una leggera flessione (dall'8,7% di fine agosto 2000 all'8,5% di fine dicembre). La componente riferita alle pubbliche amministrazioni ha continuato a scendere, chiudendo l'anno con una variazione percentuale negativa del -1,3%. I prestiti agli altri settori sono invece risultati stabili nel corso di tutto l'ultimo quadrimestre (+10% circa).

Il portafoglio titoli delle banche ha continuato a ridimensionarsi (-6,9% a dicembre). Tale dinamica è da ascriversi completamente alla componente dei titoli pubblici, che risultano a fine anno in discesa dell'11,7%. Prosegue, invece, la crescita delle azioni nel portafoglio alle banche, con valori prossimi al 20%.

L'evoluzione degli attivi bancari in Italia è sostanzialmente allineata a quella dell'intera area, anche se le tendenze sono risultate più marcate: +11,9%

per i prestiti a dicembre, +24,2% per le azioni in portafoglio e –15,9% per i titoli obbligazionari.

TAB. 3.3 - Tassi di variazione di prestiti, titoli di debito e azioni nell'attivo delle banche

		Prestiti	Titoli	Azioni
Area Euro				
2000	lug	8,5	-2,7	22,2
	ago	8,7	-4,2	22,6
	set	9,3	-4,7	24,5
	ott	9,0	-5,9	24,0
	nov	8,3	-6,5	21,2
	dic	8,5	-6,9	18,0
Italia				
2000	lug	10,8	-12,1	35,5
	ago	11,7	-13,1	35,2
	set	12,3	-15,3	27,2
	ott	12,9	-15,6	29,7
	nov	10,9	-13,7	21,9
	dic	11,9	-15,9	24,2

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tavola 2.2, gen. 2001 ed agg.; BdI, *Supplementi al Bollettino Statistico, Indicatori Monetari e Finanziari, Istituzioni Finanziarie Monetarie: Banche e Fondi Comuni Monetari*, Tav. 1 *ETDM0010*, gen. 2001.

3.2 Politica monetaria, tassi e cambio

Crescita monetaria: confermato per il 2001 il valore di riferimento del 4,5%. Il Consiglio direttivo della BCE ha stabilito - nella sua riunione del 14 dicembre 2000 - che il valore di riferimento per la crescita della moneta (M3) rimane pari al 4,5% per il 2001, esattamente come nei due anni precedenti. Questo valore è il risultato delle ipotesi qui di seguito riportate.

La base per il calcolo del valore di riferimento è l'equazione quantitativa della moneta:

$$\dot{p} + \dot{y} = \dot{m} + \dot{v}$$

dove: $\dot{p}$ è il tasso d'inflazione, $\dot{y}$ è il tasso di crescita reale del PIL, $\dot{m}$ è il tasso di variazione nominale della moneta e $\dot{v}$ è la variazione della velocità di circolazione della moneta (definita come il rapporto tra il reddito nominale e lo stock di moneta). Il valore di $\dot{m}$ può essere ricavato da questa equazione, una volta assegnati i valori delle altre tre variabili.

Le ipotesi utilizzate dalla BCE sono le seguenti (si veda il Bollettino Mensile di dicembre 2000):

1. un tasso d'inflazione coerente con l'obiettivo finale di stabilità dei prezzi (inflazione al consumo inferiore al 2%): quindi un valore di $\dot{p}$ attorno all'1,5%;
2. una crescita potenziale del PIL ($\dot{y}$) compresa tra il 2 e il 2,5%;
3. una riduzione della velocità di circolazione della moneta ($\dot{v}$ negativo) compresa tra lo 0,5% e l'1%.

Si può immediatamente verificare che queste ipotesi danno luogo ad un *range* per la crescita della moneta pari al 4-5%, di cui la BCE ha scelto il valore centrale.

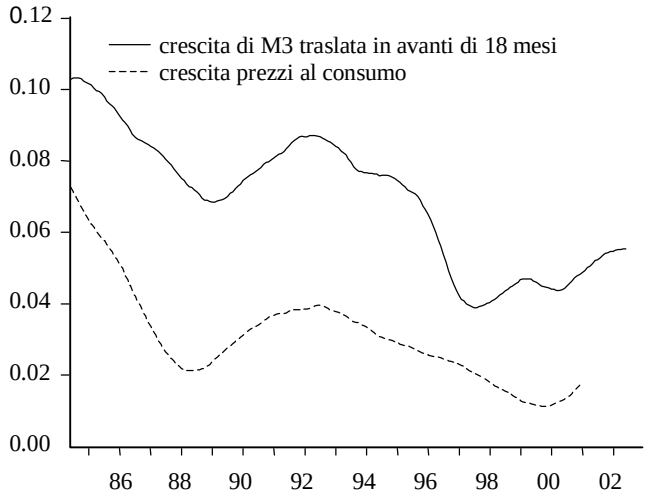
Come noto, il valore di riferimento per la crescita monetaria è riferito al medio-lungo periodo; di conseguenza, anche le ipotesi alla base del calcolo vanno riferite a questo orizzonte temporale. Così per i tassi di variazione del PIL e della velocità di circolazione della moneta sono considerati i rispettivi valori di *trend*: poiché entrambe queste variabili non hanno subito significative variazioni, la BCE ha riproposto lo stesso valore di riferimento per la crescita monetaria utilizzato nel biennio 1999-2000.

Come già accennato il tasso di crescita della moneta si è recentemente portato su valori più vicini al 4,5%, dopo un prolungato periodo in cui esso si collocava nettamente al di sopra di tale valore. L'aumento del grado di restrizione monetaria nel corso del 1999-2000 ha quindi sortito l'effetto di riportare la crescita monetaria quasi in linea con il valore di riferimento prestabilito. Va comunque osservato che questo risultato è una *conseguenza indiretta* degli sforzi della BCE volti a controbilanciare i rischi di instabilità dei prezzi mediante la manovra dei tassi ufficiali. Il *valore di riferimento* del 4,5% della crescita della moneta *non* rappresenta un *obiettivo*, bensì un *indicatore-anticipatore* per la politica monetaria che, per la sua rilevanza, costituisce il "primo pilastro" nella strategia della politica monetaria. Anche se uno scostamento significativo e prolungato della crescita monetaria rispetto al suo valore di riferimento va letto come *un* segnale di rischio per la stabilità dei prezzi, questo segnale, da solo, non giustifica un intervento sui tassi ufficiali; esso va interpretato *insieme* alle informazioni contenute nel "secondo pilastro" (andamento del credito, dei tassi d'interesse e di cambio, dei prezzi e dei salari, della congiuntura reale, previsioni

della BCE, etc.): solo una conferma di eventuali pericoli per la stabilità dei prezzi, proveniente da questo insieme di variabili, determina una manovra restrittiva di politica monetaria.

Proprio il carattere di indicatore – anziché di obiettivo – della crescita monetaria giustifica la scelta di un aggregato ampio come M3 (comprendente anche i depositi con scadenza fino a due anni e attività di mercato monetario). Infatti, secondo la BCE, esso presenta una relazione sufficientemente stabile con l'obiettivo finale (andamento dei prezzi nel medio-lungo periodo) e possiede buone proprietà come *leading indicator* dell'andamento futuro dei prezzi.

FIG. 3.1 – Crescita di M3 e dei prezzi nell'area Euro (dati mensili, periodo



gen. 1984 - dic. 2000, medie mobili biennali)
Fonte: dati BCE.

Come la BCE aveva già spiegato nel Bollettino del febbraio 1999, la crescita di medio periodo (biennale) della moneta precede di circa un anno e mezzo la crescita dei prezzi (vedi FIG 3.1): un allontanamento significativo e prolungato della crescita tendenziale della moneta dal suo valore di riferimento segnala quindi la presenza di un rischio inflazionistico. La giustificazione dell'esistenza di un primo pilastro della strategia di politica monetaria incentrato sull'evoluzione dell'aggregato monetario risiede proprio in quest'osservazione empirica. La BCE ha inoltre sottolineato che, aggregando le monete dei paesi dell'area Euro, risulta che le maggiori variazioni dei prezzi sono state sempre precedute da grosse variazioni della moneta e che questo legame tra moneta e

prezzi è il più forte tra quelli esistenti tra l'inflazione e qualsiasi altra singola variabile. Resta ovviamente il problema che questo legame tra moneta e prezzi può durare solo se rimane stabile la domanda di moneta.

Per quanto riguarda la rilevanza della moneta, Issing (17 giugno 1999) ha sottolineato che le banche centrali possono infatti commettere due errori. Il primo si verifica quando una banca centrale conclude, in base alle evidenze disponibili per il passato, che la domanda di moneta è stabile, mentre nella realtà ha cessato di esserlo: ne deriva che l'autorità monetaria assegna all'andamento della moneta un eccessivo potere segnaletico, col risultato che la politica monetaria può risultare sbagliata. Issing ha però sottolineato che - oltre a questo errore che potrebbe essere chiamato "di prima specie" - ne esiste un altro, spesso trascurato dagli economisti accademici. Tale errore si verifica quando la banca centrale conduce la sua politica come se la domanda di moneta fosse instabile, mentre, al contrario, essa è rimasta stabile. In questo caso infatti la banca centrale trascura le informazioni fornite da un importante indicatore quale, in questo caso, è la crescita della massa monetaria.

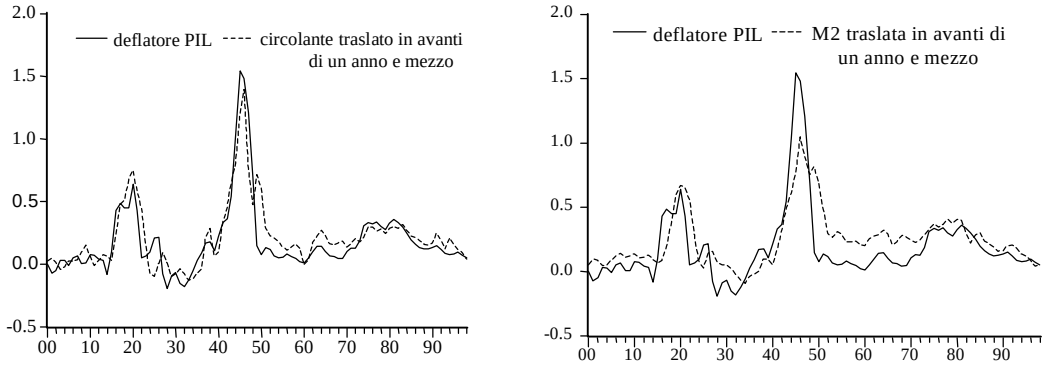
Basti per esempio osservare che in Italia la domanda di moneta è rimasta stabile dall'Unità in poi e che dal 1900 in avanti la crescita di medio periodo della moneta l'inflazione (il circolante prima e M2 dal secondo dopoguerra) ha sempre anticipato (FIG. 3.2).

Tutto questo giustifica la soluzione prudenziale adottata dalla BCE che consiste nell'utilizzare il valore stimato della crescita della moneta coerente con la stabilità dei prezzi non come obiettivo, ma come "valore di riferimento". Si evita così il pericolo di trascurare i segnali inflazionistici forniti dall'andamento dell'aggregato e, nel contempo, di attivare interventi ingiustificati nel caso di sopraggiunta instabilità nella domanda di moneta. [1]

---

[1] La BCE non ha preso posizione sul ruolo della moneta nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Nel Bollettino mensile del luglio 2000 (v. *La trasmissione della politica monetaria nell'area dell'euro*, p.43-44) , ha infatti sostenuto che: "Alcuni economisti escludono che la moneta svolga un ruolo attivo: essi ritengono che la trasmissione degli impulsi monetari avvenga principalmente attraverso i tassi di interesse e i prezzi di altre attività finanziarie e il loro effetto sulla spesa e sull' inflazione. […] Secondo questo punto di vista, gli indicatori monetari e creditizi sarebbero utili soltanto come variabili informative, cioè nella misura in cui forniscono informazioni anticipate sulle variazioni della spesa nominale, ad esempio, poiché si rendono disponibili prima. Altri economisti ritengono invece che il processo di creazione della moneta e del credito, che inizia dalla base monetaria (comprendente il circolante e i depositi delle istituzioni finanziarie presso la banca centrale), svolga un ruolo causale attivo nella trasmissione degli impulsi monetari. Secondo questo punto di vista, un' eccessiva creazione di moneta non sarebbe immediatamente riassorbita attraverso le variazioni dei prezzi delle attività finanziarie e potrebbe

FIG. 3.2 – Crescita dei prezzi e della moneta in Italia
(dati annui, periodo 1900-1997; medie mobili biennali delle variazioni logaritmiche)



Fonte: Mastromatteo G., G.B. Pittaluga e G. Verga, *La domanda di moneta di lungo periodo in Italia*, in G. Vaciago (a cura di), *Moneta e Finanza*, il Mulino, Collana SIE, Bologna 1998.

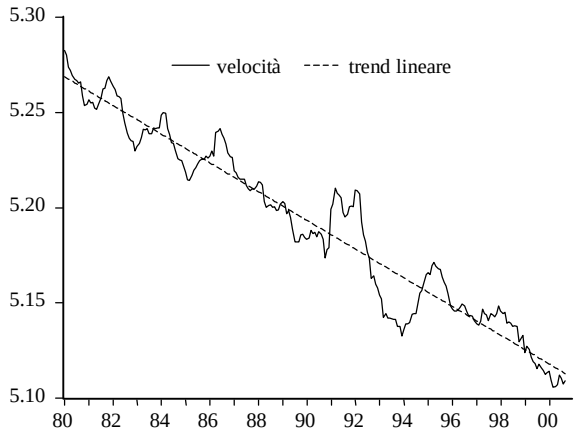
Per quanto riguarda l'area Euro, comunque, la velocità di circolazione della moneta (FIG. 3.3) presenta tuttora un andamento sostanzialmente stabile lungo un *trend* decrescente. Ciò è confermato da una nostra analisi econometrica che suggerisce tra l'altro come, a parziale rettifica di quanto sospettato dalla BCE, la tendenza alla riduzione del rapporto PIL/M3 non si sia ridotta (la diminuzione della velocità è rimasta circa -1,2% su base annua, mentre secondo la BCE sarebbe compresa tra –0,5% e –1%); poiché la crescita tendenziale del PIL risulterebbe dell'ordine del 2,3% (che si colloca a metà della fascia del 2÷2,5% della BCE), il valore di riferimento dovrebbe essere un po' più elevato del 4,5% ufficiale.[2]

---

influenzare direttamente la spesa […]. Alla luce dell' evidenza empirica esistente, l' idea che la creazione di moneta svolga un ruolo attivo nel processo di trasmissione non può essere né data per scontata né facilmente scartata. […] La strategia di politica monetaria dell' Eurosistema, che attribuisce un ruolo di primo piano alla moneta e comprende una valutazione di ampio respiro delle prospettive per la futura dinamica dei prezzi, garantisce che si tenga conto di entrambi i paradigmi, affrontando nel contempo alcune delle fondamentali incertezze riguardo alla trasmissione della politica monetaria."

[2] La stima della domanda di moneta ha considerato come variabili la M3, il PIL reale, il deflatore dei prezzi, i tassi a breve e a lunga. Utilizzando diversi metodi di stima si riconferma comunque che la domanda di moneta è omogenea di primo grado nei prezzi. Più complicata è l'individuazione del legame di lungo periodo tra la moneta e le altre variabili. Dal metodo di Johansen applicato alla moneta reale emerge un'elasticità della moneta al PIL di circa 1,30, che si riduce a 1 (proporzionalità della domanda di moneta anche al PIL reale oltre che al deflatore) quando tra le variabili viene aggiunto un *trend*. In questo caso però, i vettori soluzione diventano due e la domanda di moneta di equilibrio diventa quasi totalmente inelastica rispetto ai tassi d'interesse. I tassi d'interesse, cioè, influenzerebbero la domanda mediante i loro movimenti; nel

FIG. 3.3 – Andamento della velocità di circolazione della moneta M3
(valori logaritmici, dati mensili, periodo gen. 1980 - dic. 2000)



Fonte: dati BCE

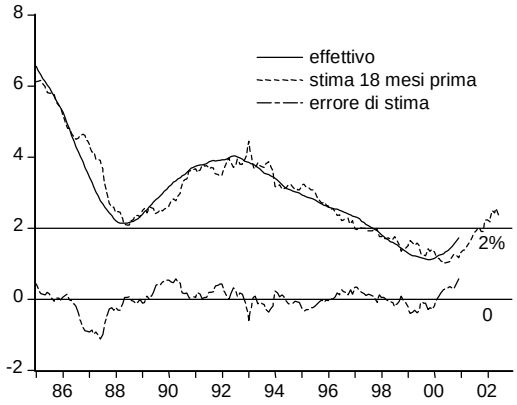
La moneta continua così ad essere un importante indicatore dell'inflazione futura e il monitoraggio del suo andamento è più che giustificato. Che esista un legame tra le due variabili e che sia importante non significa, ovviamente, che sia particolarmente preciso: anche depurando la crescita di M3 del suo valore di riferimento, l'errore medio standard della stima dell'inflazione futura (media biennale) mediante l'andamento corrente della moneta risulta dell'ordine dell'1%. Tenendo conto di tutto questo, con alcuni calcoli statistici elementari si arriva alla conclusione che la crescita massima accettabile per la moneta, oltre la quale scatterebbe il "segnale di pericolo", è dell'ordine del 7,5%. Sotto questa soglia, per altro particolarmente elevata, il pericolo è meno concreto e da qui la necessità di un attento monitoraggio delle variabili del secondo pilastro.[3]

---

lungo periodo, invece, si instaurerebbe tra loro un legame che tende a neutralizzare i rispettivi effetti sulla domanda. Tra le due alternative (con e senza trend), si è scelto il modello col trend nella velocità della moneta: si adatta meglio alle osservazioni della BCE e dà delle stime leggermente migliori.

[3] Come nel caso italiano degli anni '70 e '80, normalmente il segnale rosso di pericolo per l'espansione monetaria può presentarsi solo in circostanze particolari, quando tutto l'ambiente economico (deficit pubblico, cambio, incrementi salariali, ecc.) è palesemente inflazionistico, cioè quando il pericolo per l'instabilità dei prezzi è *di per sé* evidente, indipendentemente dall'osservazione della crescita della moneta. In questo caso, l'utilizzo dell'espansione monetaria come indicatore, consente di giustificare gli interventi restrittivi di contributo in base all'affermazione apparentemente *oggettiva* e *politicamente neutrale* che la moneta cresce troppo, piuttosto che in base, per esempio, all'affermazione che gli incrementi salariali sono eccessivi rispetto alla capacità economica delle imprese.

FIG. 3.4 – Inflazione di medio periodo: confronto tra valori effettivi e stimati in base alla crescita passata della moneta (variazioni annue, medie mobili biennali, periodo gen. 1984 - dic. 2000)
Fonte: nostre elaborazioni di dati BCE



Quest'affermazione sul ruolo del valore di riferimento della moneta *nella politica monetaria*, non va confuso con l'utilizzo della moneta a scopo di *pura previsione*. Tenendo conto che l'inflazione, in particolare quella di medio periodo, si aggiusta solo lentamente nel tempo, una stima più precisa dell'inflazione futura - sempre basata sulla moneta – può essere ricavata da una funzione che lega l'inflazione futura alla crescita attuale della moneta e *anche* dei prezzi (FIG. 3.4).[4]

Le previsioni ufficiali della BCE sull'inflazione e la loro rilevanza per la politica monetaria. Nel Bollettino mensile di dicembre 2000 la BCE ha pubblicato per la prima volta le previsioni ufficiali di alcune variabili, tra cui l'inflazione, e le ha confrontate con le proiezioni di alcuni enti di ricerca (TAB 3.4).

Poiché l'inflazione è l'obiettivo principale della strategia di politica monetaria del SEBC, il fatto stesso che la Banca abbia finalmente deciso di pubblicare le sue stime ha portato alcuni osservatori a chiedersi se essa, nonostante le varie smentite, non stia progressivamente passando dallo schema "a due pilastri" a uno schema di *inflation targeting*. Quest'approccio presuppone che la banca centrale stimi innanzitutto il livello a cui si porterebbe l'inflazione futura

[4] L'equazione stimata su dati mesili è $y = -0.32 + 0.19\,x + 0.62\,z$ (dove y = media mobile biennale dell'inflazione al tempo t+18, x = media mobile biennale della crescita di M3 al tempo t, z = inflazione effettiva al tempo t).

(di solito un anno dopo) senza l'attivazione di nuovi provvedimenti monetari: tale valore, subito reso noto al pubblico, viene confrontato col corrispondente obiettivo inflazionistico per stabilire se introdurre qualche manovra per l'inflazione in linea col suo valore desiderato.

TAB. 3.4 - Confronto tra alcune previsioni sull'inflazione al consumo dell'area Euro 2000-2002 [(1)](variazioni percentuali annue)

	Data di pubblicazione	Anno di riferimento			
		1999	2000	2001	2002
BCE		1,1	2,3-2,5	1,8-2,8	1,3-2,5
(di cui valore centrale)			(2,4)	(2,4)	(1,9)
Commissione europea	novembre 2000	1,1	2,3	2,2	1,9
FMI	ottobre 2000	1,2	2,1	1,7	-
OCSE	novembre 2000	1,2	2,2	2,3	2,0
Consensus Economics Forecasts	novembre 2000	1,0	2,2	2,0	-
Survey of Professional Forecasters	novembre 2000	1,1	2,3	2,0	1,8

(1) IACP; per il FMI e Consensus Economics Forecasts: IPC; per l' OCSE deflatore dei consumi privati; per la BCE vale l'ipotesi di tassi a breve e cambio invariati.
Fonte: BCE, Bollettino mensile di dicembre 2000.

Per poter funzionare, però, lo schema di *inflation targeting* ha bisogno di tutta una serie di condizioni, tra cui:

- il periodo di reazione dell'inflazione alla politica monetaria dev'essere più breve di quello cui si riferisce l'obiettivo;
- la Banca Centrale deve essere in grado di eseguire stime puntuali sufficientemente precise della futura inflazione;
- devono essere resi pubblici sia l'esatto obiettivo inflazionistico per l'anno successivo, sia la previsione in assenza di interventi monetari. Il pubblico può così incorporare nelle sue aspettative l'obiettivo inflazionistico e, nel contempo, verificare l'adeguatezza della politica monetaria e la capacità della banca di raggiungere i suoi obiettivi.

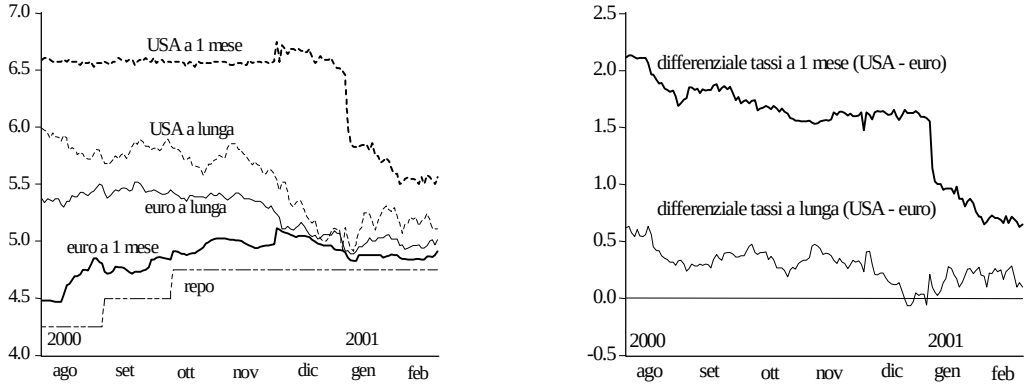
Nel passato la BCE aveva sempre affermato che, di queste condizioni, la prima e la seconda non sussistono: ciò rende *di fatto* impossibile l'*inflation targeting* e, quindi, anche la diffusione delle sue previsioni è di scarso rilievo. La risposta all'interrogativo se la BCE abbia o no cambiato opinione, si trova indirettamente in due articoli pubblicati rispettivamente sul Bollettino mensile di novembre 2000 (pp. 39 ss.) e del gennaio successivo (p. 45 ss.). Nei due interventi la Banca si occupa della sua strategia a due pilastri e del problema dell'incertezza;

dalla lettura dei documenti non sembra di scorgere alcun significativo mutamento di rotta nella strategia di politica monetaria. Il punto di vista della BCE rimane sempre che un obiettivo inflazionistico a scadenza annua è improponibile perché l'inflazione reagisce alle manovre monetarie con un ritardo troppo lungo e irregolare, dell'ordine di 18-24 mesi. In altri termini, la politica monetaria attuale *non* è in grado di controllare l'inflazione che si presenterà tra un anno, per il semplice motivo che quest'inflazione non risente della politica monetaria corrente ma di quella passata. L'irregolarità degli effetti delle manovre monetarie e la difficoltà di avere buone previsioni economiche non permettono inoltre nemmeno un controllo *puntuale* dell'inflazione su un orizzonte più lungo: per far questo occorrerebbe, infatti, stimare con estrema precisione l'inflazione futura, ma questo non è possibile per tutta una serie di motivi, tra cui: la scarsa credibilità dei modelli econometrici che, oltre ad essere imprecisi, risentono pesantemente delle opinioni di chi li costruisce e degli stimatori adottati; le incertezze sullo "stato dell'economia", dovute alla presenza di dati provvisori o disponibili solo con ritardo, spesso di natura qualitativa o a loro volta frutto di elaborazioni; la facilità con cui si verificano eventi non previsti al momento della decisione di politica monetaria; la difficoltà di tener conto delle aspettative degli agenti economici e del variare nel loro comportamento. La soluzione della BCE resta quindi quella già adottata nel passato: un obiettivo inflazionistico di *medio periodo* rappresentato non da un valore puntuale ma da una *fascia accettabile* (0÷2%), associato a una politica monetaria sensibile ai segnali inflazionistici ricavati non solo dalle previsioni interne della banca, ma anche dall'analisi delle opinioni degli altri previsori professionisti e da tutta una serie di segnali e indicatori (*in primis* M3, ma anche credito, cambio, tassi, produzione, stato di fiducia dell'economia, ecc.) i quali costituiscono i cosiddetti "primo" e "secondo" pilastro della strategia.

I tassi d'interesse di mercato nell'area Euro e i rischi per la stabilità dei prezzi. Il mese di novembre ha segnato una svolta nell'andamento dell'EURIBOR: dopo un periodo abbastanza prolungato di tendenza al rialzo, i rendimenti, a partire dalle scadenze più lunghe, hanno cominciato a flettersi e tale tendenza è proseguita per tutto dicembre (FIG. 3.5). Anche i tassi a lunga, abbastanza stabili sino ad allora, si sono abbassati, seguendo il profilo dei tassi

USA. Negli Stati Uniti, infatti, è in atto da ottobre una significativa riduzione dei rendimenti che, dopo l'abbassamento dei tassi di *policy* decisa dalla FED all'inizio di gennaio, ha riguardato anche i tassi a breve (il LIBOR a un mese sul dollaro è sceso di mezzo punto). Il differenziale tra i tassi a lunga USA ed europei si è attestato a gennaio attorno ai 10-30 punti, dopo che a dicembre vi erano stati anche picchi con valori negativi (FIG. 3.5). Il differenziale tra i tassi a 1 mese, che negli ultimi mesi dell'anno era dell'ordine di 160-170 punti, è ora di 60-70 punti base. Il nostro tasso a breve, infatti, è condizionato dal livello del REPO.

FIG. 3.5 – Tassi a breve e a lunga scadenza nell'area Euro e negli USA



(periodo: 1 agosto 2000 – 20 febbraio 2001)

Fonte: Datastream

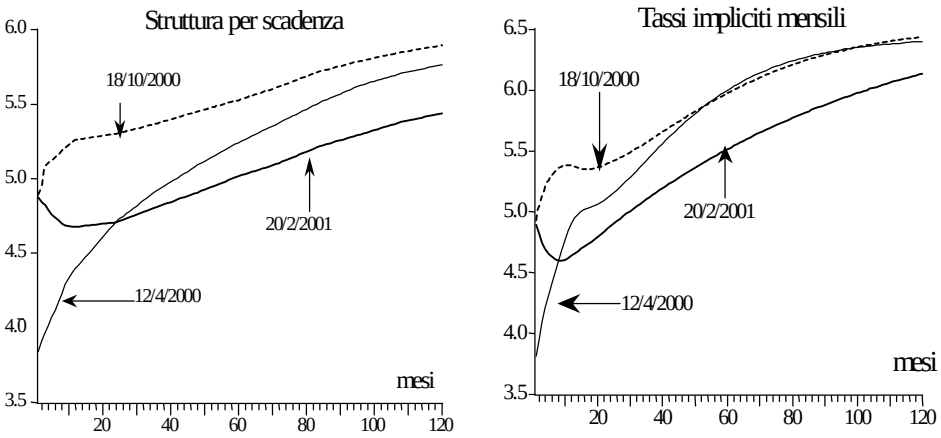
Il primo segmento della curva dei tassi d'interesse per scadenza risulta ora decrescente, mentre tutta la curva si è spostata verso il basso. I tassi impliciti seguono lo stesso andamento e solo per le scadenze molto lontane (dai 20 anni in su) risultano attestati ai precedenti livelli (FIG. 3.6): il primo tratto della curva segnala un'aspettativa di una significativa riduzione dei tassi a breve.

TAB. 3.5 - Tassi impliciti e tassi futures sull'euro

Tasso:	3 mesi	3×6 m.	6×9 m.	9×12 m.	12×18m.	18×24m.
Impliciti EURIBOR	4,81	4,66	4,61	4,68	-	-
Impliciti EONIA (Bid)	472	4,58	4,47	4,51	-	-
FRA (Bid)	-	4,58	4,42	4,48	4,48	4,67
Euro swaps (Bid)	4,69				4,86	

Fonte: nostre elaborazioni su dati di *Milano Finanza*, 24 febbraio 2001

FIG. 3.6 – Struttura dei tassi per scadenza e tassi impliciti
(fino a 18 mesi: EURIBOR, oltre gli 8 mesi IRS)

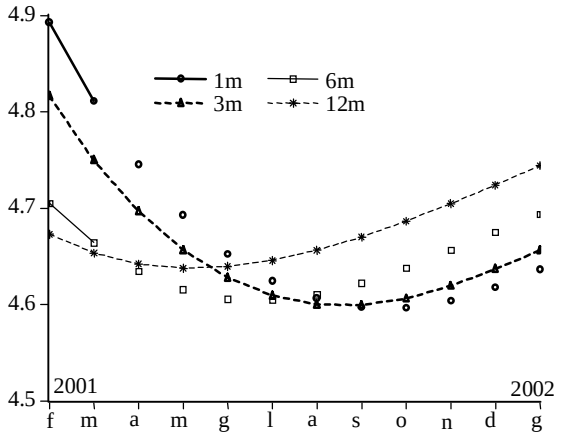


Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*;
stima: *fuzzy OLS* di Giles e Draeseke (2001**)**

La FIG. 3.7 riporta le previsioni dell'andamento dei principali tassi EURIBOR deducibili dalla curva dei tassi impliciti. La tendenza alla riduzione è più sensibile per le scadenze più brevi, e comunque dovrebbe esaurirsi in corso d'anno.

Questi risultati sono coerenti con l'andamento dei FRA (*forward rate agreements)* e dei tassi impliciti degli EONIA (**TAB. 3.5**).

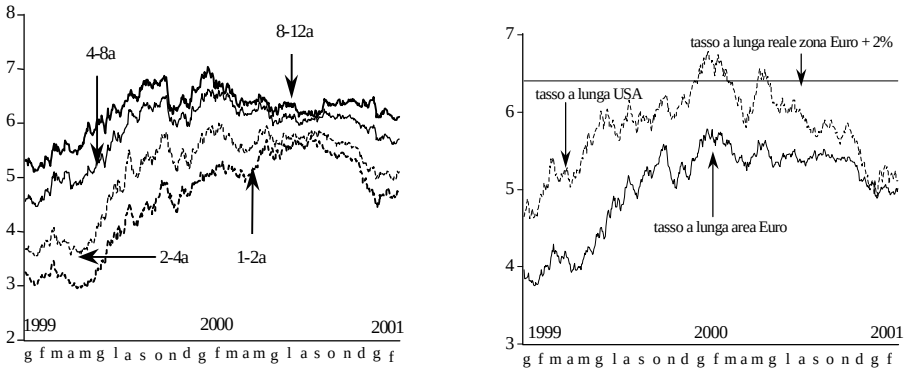
FIG. 3.7 – Andamento futuro dei tassi euribor calcolato in base ai tassi impliciti



Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*, 20-2-2001.

Per quanto riguarda invece le prospettive inflazionistiche, si può far riferimento sia alla precedente TAB. 3.4, che contiene le previsioni della BCE e di alcuni previsori professionisti, sia alla FIG 3.8 che riporta l'andamento dei tassi implitici degli IRS (*Interest Rate Swaps*). Tutte le proiezioni della TAB. 3.4 indicano per il 2002 un rientro dell'inflazione media annua nella fascia obiettivo (o almeno un sostanziale avvicinamento al limite superiore), anche se la stima è piuttosto incerta (la BCE parla di un intervallo che va dall'1,3 al 2,5%). La situazione è diversa per il 2001, nel quale è improbabile che l'inflazione media rientri sotto la soglia massima. Il fatto che le prospettive inflazionistiche calcolate della Banca siano del tutto simili alle previsioni degli altri enti può dar adito a perplessità, visto che la BCE nel suo calcolo non tiene contro di sue eventuali future manovre correttive, mentre gli altri sì. Questo risultato dipende dal ritardo (1,5 - 2 anni) con cui l'inflazione reagisce alla politica monetaria e che rende le eventuali ulteriori manovre pressoché ininfluenti per l'andamento dei prezzi nei prossimi mesi.

FIG. 3.8 – Tassi impliciti degli IRS, e tassi a lunga scadenza
(dati giornalieri; periodo: 1 gen.1999 - 20 feb. 2001)



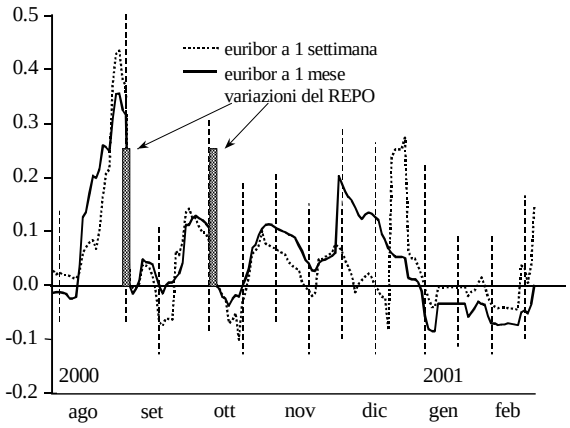
Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream e BCE

E' ovvio però che, se le previsioni ufficiali della BCE sono quasi uguali a quelle delle altre fonti, l'informazione *aggiuntiva* che esse forniscono al pubblico è modesta - con buona pace di coloro che tanto insistevano per averle in nome della "trasparenza". La BCE ha però affermato inoltre che, anche se per qualche mese l'inflazione continuerà a risentire degli effetti dei passati aumenti del

petrolio e del deprezzamento dell'euro, è possibile che la soglia del 2% sia ristabilita già prima della fine dell'anno in corso.[5]

L'ottimismo della BCE circa il rispetto dell'obiettivo di medio periodo è confermato anche dall'andamento dei tassi impliciti relativi alle scadenze più lontane, come pure dall'andamento del tasso a lunga dell'area Euro che rimane ben al di sotto del limite calcolato in base al valore storico del tasso reale. Le aspettative di inflazione di medio-lungo periodo del pubblico restano comprese nella fascia di stabilità, e tali aspettative non sono state influenzate nemmeno dal temporaneo sfondamento della soglia inflazionistica del 2% (i tassi impliciti per le scadenze lontane non sono aumentati, e il tasso della zona Euro è ben al di sotto della sua soglia massima, corrispondente al valore storico del tasso reale aumentato di 2 punti)

FIG. 3.9 – Differenziale normalizzato tra EURIBOR a un mese e REPO



Note: le linee tratteggiate verticali indicano i giorni di riunione del Consiglio direttivo; dati giornalieri, periodo 1 agosto 2000 – 20 febbraio 2001
Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

[5] Nel *Bollettino mensile* della BCE del dicembre 2000, la Banca ha analizzato anche i differenziali inflazionistici tra i vari paesi dell'area. Negli ultimi mesi, anche in relazione al diverso impatto del prezzo del petrolio e dell'aumento del dollaro, i differenziali sono aumentati, in particolare per i prodotti energetici, ma anche per gli alimentari e i servizi. Il differenziale si è invece mantenuto basso per i beni industriali non energetici. La BCE ha comunque affermato che questo problema non riguarda la politica monetaria, che non tiene quindi conto degli eventuali *shock* asimmetrici inflazionistici, ma solo i Governi nazionali: il suo obiettivo è il livello medio di crescita dei prezzi di tutta la zona.

In queste condizioni di ridotto pericolo inflazionistico, la BCE ha deciso, contrariamente a quanto ci si aspettava dopo l'ultima manovra, di non procedere a ulteriori aumenti del REPO, fermo al 4,75% dal 6 ottobre 2000. Anche recentemente (1 marzo 2001), nella conferenza stampa successiva alla riunione del Consiglio direttivo, Duisenberg ha sottolineato che "per quanto riguarda le prospettive di medio-lungo periodo, i rischi risultano più bilanciati che alla fine del 2000".

Tale opinione viene giustificata, da un lato con la più moderata crescita degli aggregati, M3 compresa, e con l'espansione del settore reale soddisfacente ma non inflazionistica; dall'altro con il calo della crescita dei prezzi dei prodotti energetici, cui si contrappone un significativo aumento dei prezzi dei beni "alimentari non trasformati" e dei servizi.

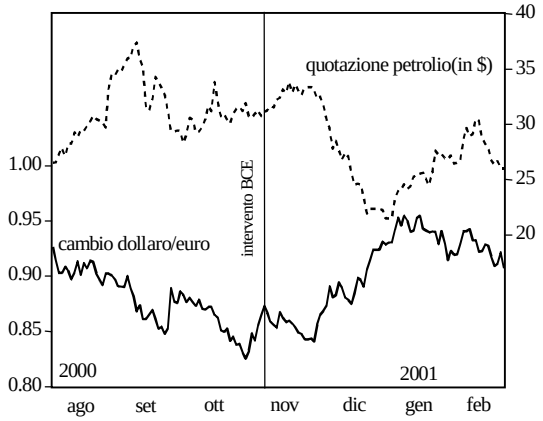
La conclusione della BCE è che "in base alle informazioni attualmente disponibili non è in programma un mutamento di posizione nella politica monetaria" (Duisenberg, 1 marzo 2001). Questa sembra essere anche l'opinione del mercato, come emerge dall'andamento del differenziale "normalizzato" tra EURIBOR e REPO (FIG. 3.9). A parte la punta di novembre, che indicava qualche aspettativa di un rialzo del tasso di *policy*, il successivo profilo del differenziale normalizzato tra il tasso a un mese e il REPO non si è mai allontanato di molto dallo zero. Gli elevati valori riscontrabili a dicembre sono riconducibili a motivi tecnici di liquidità – peraltro già attesi da mesi, come ricordato nello scorso numero di OM– e non da aspettative di un aumento nel tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale. L'ipotesi è confermata dal fatto che, negli stessi giorni, il differenziale normalizzato dell'EURIBOR a una settimana si muoveva in tutt'altra direzione. Resta comunque ovvio che le previsioni sull'andamento dei tassi EURIBOR ricavate dai tassi impliciti (FIG. 3.7) scontano invece, anche se non immediata, una riduzione del REPO, dal momento che è poco probabile che l'EURIBOR a un mese si fletta di circa 0,3 punti da qui a settembre senza una contemporanea riduzione dei tassi ufficiali.

Il cambio e la politica della Banca Centrale. Il cambio dollaro/euro, dopo aver raggiunto un picco storico di 0,8252 il 26 ottobre 2000 (FIG. 3.10), è poi risalito fino a un massimo di 0,9545, raggiunto nei giorni 5 e 12 gennaio 2001, per

assestarsi a febbraio attorno ad un livello di circa 0,90-0,92. Il 3 novembre scorso, cioè qualche giorno dopo che l'euro aveva toccato il suo minimo, la BCE ha ufficialmente comunicato di essere intervenuta sul mercato valutario "per la preoccupazione delle ripercussione interne e internazionali del [basso] cambio dell'euro, compreso il suo impatto sulla stabilità dei prezzi", anche nella convinzione "che il valore esterno dell'euro non riflette le condizioni favorevoli dell'area" (comunicato stampa del 3 nov. 2000).

Questa manovra è giunta in parte inaspettata, perché non molto prima la stessa Banca aveva sostenuto come, senza la collaborazione delle altre banche centrali (e in particolare della FED), fosse impossibile incidere significativamente sul cambio (v. OM. 3/2000, p.52). Molto attesa era quindi la giustificazione della manovra, che è stata fornita da Duisenberg nel successivo *hearing* davanti al Comitato per gli Affari Economici e Monetari del Parlamento Europeo (23 nov. 2000). La spiegazione fornita dal Presidente è che in realtà l'intervento "non era teso a portare il cambio verso qualche valore obiettivo", ma piuttosto "a interrompere un certo modo di pensare diffuso nei mercati valutari, secondo cui il rischio del cambio dollaro/euro esiste in una sola direzione." Secondo Duisenberg, "il rischio invece c'è - e deve esistere - in entrambe le direzioni, e con la nostra manovra speriamo di avere convinto anche i partecipanti." A quanto risulta, quindi, la manovra voleva spezzare quella mentalità, che si andava consolidando, di un euro mai in ripresa, e che rendeva conveniente mantenere sempre un atteggiamento neutrale o ribassista, con effetto depressivo sul valore del cambio.

FIG. 3.10 – Cambio dollaro/euro e quotazione in dollari del petrolio
(dati giornalieri; periodo 1 agosto 2000 – 20 febbraio 2001)



Fonte: Datastream;

La controtendenza pilotata dalla BCE doveva quindi dimostrare che l'euro poteva anche riapprezzarsi, così da rendere più rischioso questo tipo di speculazione e interrompere quel circolo vizioso che si era instaurato, del tipo di quello della trappola della liquidità in Keynes.

Se nella crisi dell'euro dello scorso anno era certamente presente un'importante componente psicologica di diffuso pessimismo nei confronti della possibilità di ripresa della moneta europea che come nel caso della trappola della liquidità di Keynes ne bloccava il valore a un livello eccessivamente basso rispetto ai fondamentali della nostra economia,[6] va anche sottolineato che una parte non trascurabile del movimento del cambio è invece interpretabile con la teoria economica. Premesso che nel lungo-lunghissimo periodo il valore del cambio dipende quasi esclusivamente dal differenziale inflazionistico (regola della parità dei poteri d'acquisto: si veda la FIG. 3.11 per il caso dell'Italia dal 1861 al 1997), nel breve periodo sono rilevanti i differenziali di rendimento degli investimenti dei diversi paesi.

La teoria "tradizionale" di breve periodo del cambio, in presenza di una bilancia dei pagamenti determinata soprattutto dai movimenti di capitale, ha infatti sempre supposto infatti che:

1. gli investimenti vanno verso il paese dove il rendimento è maggiore;
2. gli investimenti da e verso l'estero si traducono in flussi di domanda e offerta di valuta e, quindi, in regime di cambi flessibili, si riflettono sul valore esterno della moneta;
3. la banca centrale controlla i tassi a breve.

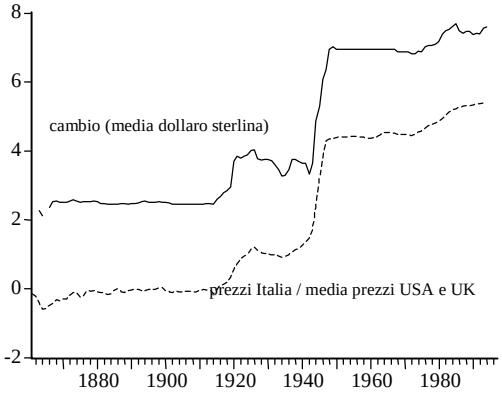
Queste ipotesi, che rappresentano le vere e proprie "asserzioni-base" del modello, venivano completate da un "assunto ausiliario" sul comportamento del mondo reale:

[6] Il problema dell'euro era questo: se gli investitori si aspettano che la moneta si dovrà riprendere perché sottovalutata ma, al momento, ritengono che *gli altri* partecipanti al mercato siano convinti che la ripresa non sarà immediata, non compreranno neanche loro la moneta generando una fase perversa di stallo. La situazione si sblocca quando il valore della moneta scende a un livello totalmente assurdo, oppure quando questa sensazione di diffuso pessimismo si dilegua in seguito a qualche controtendenza nell'andamento del cambio che dimostri che quella valuta abbia la possibilità di risalire a breve.

4. i principali movimenti di capitali riguardano investimenti finanziari a breve, cioè il mercato monetario, (oppure i tassi a breve sono delle buone approssimazioni anche per i rendimenti delle altre attività).

Con l'andare del tempo, però, la progressiva integrazione dei mercati interni ed esteri ha portato a un significativo aumento del peso dei flussi internazionali aventi come contropartita obbligazioni, azioni e investimenti diretti, dovuto anche alla diffusione del risparmio gestito e all'internazionalizzazione delle imprese.

FIG. 3.11 – Relazione di lungo periodo tra cambio e prezzi interni ed esteri (dati annui, periodo 1861-1997)



Fonte: *Mastromatteo G., G.B. Pittaluga e G. Verga*, La domanda di moneta di lungo periodo in Italia, in G. Vaciago (a cura di), *Moneta e Finanza*, il Mulino, Collana SIE, Bologna 1998.

Il modello di riferimento è così cambiato, nel senso che la (4) va sostituita con questi due nuovi assunti:

4a. i principali movimenti di capitale riguardano obbligazioni, azioni e investimenti diretti;

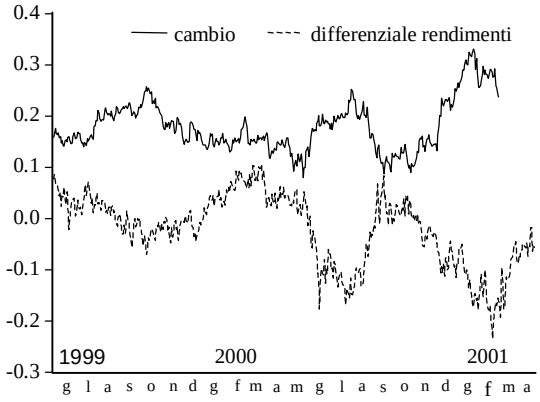
4b. la politica dei tassi a breve della banca centrale può influenzare – in senso positivo o negativo - le aspettative sugli altri rendimenti.

Nel breve periodo il cambio è così diventato sempre più sensibile ai rendimenti attesi dei tassi a lunga scadenza, delle azioni e del capitale reale, i quali a loro volta risentono delle aspettative di crescita dell'economia. Hanno quindi acquistato sempre più rilevanza i differenziali dei rendimenti dei titoli a lunga scadenza e il rapporto tra i prezzi delle azioni che, oltre a influenzarne la

redditività danno indicazioni sulle aspettative degli operatori riguardo l'andamento futuro del settore reale.

Tutto questo è confermato dalla FIG. 3.11 che contrappone la variazione trimestrale del cambio dollaro/euro alla media delle variazioni del rapporto tra i tassi a lunga americani ed europei e delle variazioni del rapporto fra i rispettivi indici di borsa.[7] Emerge chiaramente che nel biennio 1999-2000 il legame tra gli andamenti delle due serie è stato particolarmente accentuato, col differenziale medio dei rendimenti che precede il cambio di circa 2 mesi: quanto *più sono aumentati* il tasso a lunga americano e il NASDAQ rispetto alle loro contropartite europee, *tanto più* poi è cresciuto il dollaro.

FIG. 3.12 – Variazione trimestrale del cambio e dei differenziali di rendimento



Nota: per i differenziali media obbligazioni e azioni; dati giornalieri, periodo maggio 1999 – febbraio 2001; i differenziali di rendimento sono stati traslati in avanti di 40 gg lavorativi)
Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

Per quanto riguarda invece il differenziale dei tassi a breve, tale legame sistematico non esiste. Questo dimostra che un'azione più incisiva della BCE a difesa del cambio, effettuata tramite i tassi di *policy*, oltre a non essere coerente con la strategia complessiva della Banca, avrebbe potuto condurre a scarsi risultati: all'effetto positivo di una riduzione del differenziale dei tassi a breve,

[7] I valori sono espressi in termini logaritmici; come indice della borsa USA si è preso il NASDAQ, più sensibile alle prospettive della *new economy*. Per rendere il grafico più leggibile, i due andamenti sono stati spostati in modo da evitare che si incrociassero. Inoltre, per sintetizzare in una sola variabile le variazioni del rapporto tra i tassi a lunga americani ed europei e del rapporto dei rispettivi indici di borsa - che danno un'idea della redditività relativa dei due paesi - si è semplicemente presa la loro media, anche perché in una regressione col cambio i loro coefficienti risultavano abbastanza simili.

poteva controbilanciarsi un effetto negativo, via aspettative, sulle prospettive del settore reale nell'area. Non si deve dimenticare, infatti, che il recente miglioramento dell'euro ha proprio coinciso con il diffondersi delle prime notizie sul ridimensionamento della crescita dell'economia a noi concorrente, quella americana. Anche l'andamento speculare tra cambio e prezzo del petrolio in essere da agosto in avanti (FIG. 3.12) potrebbe in parte dipendere dal fatto che i più significativi movimenti del presso del barile influenzano le aspettative di crescita europea e di fabbisogno di dollari. Ovviamente la spiegazione più semplice del fenomeno resta comunque l' ipotesi che il mercato tenga conto che un incremento del valore internazionale della moneta americana porta già di per se ad un aumento del prezzo medio mondiale del petrolio, con il risultato di una ripercussione di segno opposto sul prezzo in dollari del barile.

3.3 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse

Gli impieghi. Nel corso dell'ultimo quadrimestre la crescita degli impieghi totali delle banche italiane (comprensivi di pronti contro termine) si è mantenuta su livelli molto elevati anche se - per la prima volta nel 2000 - si è osservata una diminuzione del tasso di variazione tendenziale nel mese di novembre (11,1%) in parte recuperata a dicembre (11,9%) (TAB. 3.6). Complessivamente si registrano comunque segnali di una forte e continua espansione dei prestiti e in particolare degli impieghi vivi (13,4% il tasso tendenziale di crescita a fine dicembre).

La componente più dinamica è quella relativa alle scadenze brevi che a fine dicembre cresceva rispetto ai 12 mesi precedenti del 17,1%. Il minore dinamismo della crescita a medio-lungo termine (che si attesta su tassi di crescita tendenziale pari a 9,8%) è in parte determinato da un lieve rallentamento della crescita dei prestiti alle famiglie – perlopiù rappresentati da mutui - che dopo avere raggiunto il momento di massima crescita all'inizio del 2000 (22% a marzo), mostrano a dicembre un tasso di variazione tendenziale pari a 12,6%.

In prospettiva le previsioni di una continua espansione dei consumi delle famiglie italiane e degli investimenti delle imprese fanno ipotizzare una sostenuta domanda di credito e un' ulteriore crescita di questo aggregato. Si osserva tuttavia che talune banche hanno recentemente rivisto al ribasso i loro obiettivi in termini di crescita dei prestiti - soprattutto di quelli alla clientela imprese che a fine

dicembre crescevano a tassi superiori al 15% - per il timore che un possibile indebolimento del ciclo economico dovuto a fattori esogeni, quale il prezzo dei prodotti energetici, possa determinare un peggioramento della qualità del portafoglio prestiti.

A questo riguardo, i dati relativi allo scorso quadrimestre indicano peraltro una ulteriore contrazione dell'incidenza delle sofferenze, dovuta soprattutto alle diffuse operazioni di cartolarizzazione spesso aventi per oggetto proprio la componente più rischiosa del portafoglio prestiti. Da più parti è stata tuttavia avanzata l'ipotesi che il sensibile aumento del volume dei fondi erogati dal sistema bancario nel corso dell'ultimo anno sia solo in parte giustificato dalla crescita della nostra economia e che questo potrebbe avere provocato un inasprimento del rischio di credito, con conseguenze sul futuro livello delle sofferenze.

All'espansione del portafoglio prestiti è corrisposta una contrazione del portafoglio titoli (-3,2% a dicembre) da imputare esclusivamente alla componente dei titoli di debito (-9,7% a dicembre). Lo smobilizzo dei titoli obbligazionari è motivato principalmente dalle esigenze di liquidità determinate dalla contenuta crescita della raccolta.

Così come nella prima parte dell'anno le azioni e le partecipazioni hanno invece fatto rilevare consistenti tassi di crescita, anche se a dicembre si è osservato un rallentamento, e rappresentano a fine anno quasi un terzo dell'intero portafoglio titoli.

TAB. 3.6 - Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane

		Impieghi				Portafoglio titoli	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato e obbligaz.	Azioni e Partecipaz.
			Totali	a breve	a m/l		
1999	set	9,2	9,0	6,2	11,8	2,4	26,6
	dic	9,6	9,5	6,8	12,2	1,0	33,9
2000	mar	10,9	11,7	11,6	11,7	-0,9	35,9
	giu	10,9	11,7	12,7	10,8	-5,1	32,3
	ago	11,7	13,1	16,1	10,2	-7,6	32,7
	set	12,3	13,4	17,4	9,5	-9,0	32,2
	ott	12,9	14,2	19,4	9,2	-9,5	32,3
	nov	11,1	11,9	14,8	9,0	-8,3	28,9
	dic	11,9	13,4	17,1	9,8	-9,7	17,9

Fonte: Banca d' Italia: Supplementi al Bollettino Statistico.

La raccolta. L'andamento della raccolta diretta (depositi e obbligazioni) si è mantenuto su livelli analoghi a quelli registrati nei mesi estivi presentando tassi di variazione annua tra il 5,5% e il 6,5% (TAB. 3.7). Le due componenti più dinamiche sono quella obbligazionaria e quella dei pronti contro termine, cresciuti nei 12 mesi conclusi a dicembre rispettivamente dell'11% e del 36% circa. I depositi - e segnatamente quelli in conto corrente - che rappresentano quasi il 70% dell'intero aggregato - si sono invece espansi a tassi inferiori a quelli rilevati nel primo semestre del 2000, nonostante la crescente diffusione di conti correnti *on-line* a elevata remunerazione e il clima di forte incertezza sull'andamento dei tassi bancari e di instabilità dei mercati azionari che avrebbero potuto indurre i risparmiatori a un maggiore interesse per questo tipo di deposito.

TAB. 3.7 - Tassi di variazione annua delle principali voci del passivo e raccolta indiretta delle banche italiane

		Depositi					Totale Obblig.	Raccolta Diretta	Raccolta Indiretta (Titoli in deposito)	
		totali	a vista	con durata prestab.	rimb.con preavv.	P/T			totale	di cui: gestita
1999	set	0,4	14,0	-20,1	0,5	-27,1	9,5	3,2	10,3	17,5
	dic	0,9	10,4	-21,3	0,0	-16,2	8,2	3,1	6,7	14,9
2000	mar	3,0	12,0	-18,0	-1,1	-11,3	10,9	5,5	-1,0	11,6
	giu	3,5	6,9	-14,9	-2,8	16,6	9,6	5,4	-3,0	2,5
	ago	5,1	9,8	-15,2	-4,2	16,1	9,8	6,6	-2,5	4,6
	set	4,3	8,7	-16,4	-5,3	17,5	11,1	6,5	-3,2	3,9
	ott	4,1	7,1	-16,0	-7,2	26,3	10,6	6,2	-0,4	6,2
	nov	3,3	6,0	-16,4	-7,3	25,9	10,0	5,5	-0,7	1,3
	dic	3,9	5,9	-18,0	-6,6	35,7	10,5	6,0		

Fonte: Banca d'Italia: Supplementi al Bollettino Statistico.

A fine dicembre la raccolta diretta si articola di fatto in due componenti: una più stabile, ancorché piuttosto onerosa, rappresentata dalle obbligazioni che pesano per il 34% sull'intero aggregato, a cui si contrappone una componente molto volatile costituita dai conti correnti e dai pronti contro termine, rispettivamente pari al 43% e all'8% del totale della raccolta. L'onerosità della raccolta obbligazionaria è legata alle pressioni concorrenziali esercitate sulla clientela da strumenti alternativi di raccolta e alla conseguente riduzione della domanda. Le obbligazioni bancarie in custodia presso il sistema bancario italiano (ex Tav. 15 Supplemento al Bollettino Stastistico) - che possono essere utilizzate

come *proxy* di quelle collocate presso la clientela ordinaria - rappresentavano a gennaio 2000 l'87% del totale delle obbligazioni emesse mentre a dicembre tale dato era sceso all'80%. La ridotta capacità di assorbimento delle emissioni obbligazionarie da parte della reti bancarie determina un maggiore ricorso all'euromercato e un aumento dei tassi di interesse corrisposti.

Per quanto concerne la raccolta indiretta (ossia la totalità dei titoli in custodia presso le banche) si rilevano nel quadrimestre andamenti analoghi a quelli dei mesi estivi e cioè tassi di variazione tendenzialmente negativi. La componente gestita (e cioè la quota di titoli e di fondi comuni che la banca gestisce dietro conferimento di mandato da parte dei singoli clienti) cresce ma a tassi che a fine anno erano prossimi allo zero.[8]

Analizzando i tassi di variazione annua[9] delle diverse componenti della raccolta indiretta emerge che nella seconda parte dell'anno si è verificato un disinvestimento delle quote di fondi comuni e parallelamente un aumento degli altri titoli a custodia, in particolare delle azioni, e una sostanziale tenuta delle gestioni patrimoniali (TAB. 3.8). I tassi di variazione illustrati nella TAB. 3.8 vanno però interpretati con una certa cautela dal momento che essi sono stati calcolati utilizzando i valori nominali dei titoli e che pertanto esprimono l'effettiva variazione in termine di numero di titoli e di quote di fondi detenute dalla clientela ma non tengono conto dei corsi dei titoli, ad eccezione delle gestioni patrimoniali contabilizzate ai valori di mercato[10]. Per questo motivo, in considerazione della generalizzata riduzione dei corsi azionari registrata nel 2000, l'aumento rilevato per le azioni dalla TAB. 3.8 sovrastima l'effettivo incremento del valore di questo strumento nei portafogli degli investitori.

Una conferma della scarsa significatività dei tassi di variazione espressi in TAB. 3.8 emerge altresì dal confronto delle variazioni intervenute nel periodo gennaio-agosto 2000 calcolate con riferimento ai fondi comuni valorizzati ai valori di mercato (ex Tav. a31 Bollettino Economico della Banca d'Italia, portafoglio totale dei soli fondi comuni italiani) e a quelli contabilizzati a valori

---

[8] Come di seguito specificato, i valori relativi al totale della raccolta indiretta esprimono il valore nominale dei titoli depositati presso le banche mentre quelli relativi alla raccolta indiretta gestita si riferiscono al valore di mercato delle gestioni patrimoniali individuali.

[9] I dati in base ai quali sono stati calcolati i tassi di variazione esposti in tabella sono i valori nominali dei diversi strumenti finanziari; essi non risentono pertanto dell'andamento delle quotazioni.

[10] I dati sono tratti dalla tavola 15 del Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia.

nominali (ex Tav. 15 Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia). Il primo tasso di variazione è pari a 5,3% mentre nel secondo caso è 0,7%. Ciò indica che i valori nominali forniscono un'interpretazione distorta della dinamica delle modalità di impiego del risparmio da parte della clientela bancaria. Diversamente il dato delle gestioni patrimoniali, riferendosi ai valori di mercato, esprime l'effettiva dinamica subita da questo aggregato.

Al fine di fornire ulteriori informazioni riguardo all'effettivo andamento delle diverse componenti della raccolta indiretta è stata condotta un'indagine tra le banche partecipanti al Laboratorio di Analisi Monetaria (LAM)[11]. Più in particolare si è cercato di comprendere se si sia effettivamente registrata una contrazione della raccolta indiretta e se sia in atto un rallentamento del processo di trasformazione della quota non gestita in gestita e, infine, le determinanti di questi fenomeni.

Le indicazioni fornite dalle banche del LAM confermano che in generale è in atto un certo allontanamento di una parte della clientela bancaria dagli investimenti mobiliari. Un simile andamento è da imputarsi a fattori congiunturali quali la maggiore volatilità dei rendimenti degli investimenti mobiliari e l'incertezza circa il futuro andamento dei tassi di interesse. In taluni casi sarebbero le stesse banche a non indirizzare i risparmiatori verso investimenti di mercato per il timore che la momentanea rischiosità, ritenuta eccessiva per una parte della clientela bancaria, possa determinare insoddisfazione e conseguenti fenomeni di disaffezione. In qualche misura rilevante appare altresì la concorrenza di strumenti alternativi ai titoli offerti dalle banche, quali i prodotti assicurativi e i *covered warrant*.

Queste stesse ragioni sono alla base del rallentamento del processo di conversione dei titoli in custodia in risparmio gestito, ossia in quote di fondi comuni di investimento e in gestioni patrimoniali. A conferma di un'ipotesi che trova ampio credito, le banche del LAM hanno difatti indicato che è la raccolta indiretta non gestita la principale fonte che ha sinora alimentato il comparto del risparmio gestito; meno rilevante è invece il contributo di nuovo risparmio o della raccolta diretta. Un'ulteriore ragione addotta a spiegazione della riduzione della

[11] Hanno fornito indicazioni su questi temi 15 banche così suddivise: 6 banche maggiori o grandi; 5 banche medie interregionali con sede nel Centro-Nord Italia e 4 banche di piccole dimensioni operanti prevalentemente in Lombardia. Il campione rappresenta oltre il 60% del sistema in termini di fondi intermediati.

crescita dei prodotti di risparmio gestito detenuti dalla clientela bancaria riguarda le dubbie *performance* in termini di rischio-rendimento conseguite nel corso dell'ultimo anno dai gestori dei fondi comuni di investimento, che inducono i risparmiatori a ritenere che attraverso la gestione diretta del proprio portafoglio essi possano conseguire risultati analoghi o addirittura migliori di quelli dei gestori, senza peraltro dovere riconoscere a essi una commissione di gestione. Questo convincimento, accanto alla percezione della maggiore liquidità e della minore volatilità dei titoli - soprattutto di quelli di debito - *vis à vis* le quote di fondi ha determinato nella seconda parte del 2000 fenomeni di deflusso dai fondi comuni verso i titoli in amministrazione rappresentati prevalentemente da obbligazioni.

TAB. 3.8 - Tassi di variazione annua delle principali voci di raccolta indiretta delle banche italiane

		Fondi Comuni	Gestioni Patrimon.	Azioni	BOT, BTP e CCT	Obblig. Bancarie	Obbligaz. non bancarie
1999	gen	71,3	36,8	41,8	3,7	20,6	28,2
	apr	46,1	21,0	14,7	4,2	7,9	26,8
	lug	43,0	22,9	5,0	-2,9	10,2	28,2
	ott	37,6	13,6	2,1	-6,8	4,5	33,1
2000	gen	33,0	13,2	13,1	-14,1	2,8	25,9
	feb	22,1	14,7	47,1	-13,4	5,6	27,0
	mar	14,5	11,6	33,8	-12,9	3,2	12,4
	apr	14,3	13,6	36,0	-12,5	6,3	7,9
	mag	21,5	5,0	43,4	-11,3	1,6	-4,3
	giu	10,3	2,5	42,3	-10,6	-0,4	-5,9
	lug	-0,5	4,0	36,6	-8,5	-0,0	2,8
	ago	-1,7	4,6	35,5	-7,8	-0,7	-2,0
	set	-5,1	3,9	34,7	-7,0	-0,5	-1,1
	ott	-1,5	6,2	49,6	-4,7	0,0	-0,2
	nov	-2,4	1,3	34,6	-3,3	-0,7	-3,8

Fonte: Banca d' Italia: Supplementi al Bollettino Statistico

Infine le banche hanno risentito della concorrenza delle reti di promotori la cui raccolta netta attraverso il collocamento di quote di OICR e di gestioni patrimoniali è aumentata nel corso del 2000 rispettivamente del 30% e del 215% (dati relazione Assoreti). Va peraltro ricordato che un' elevata percentuale delle reti di promotori fa comunque parte di gruppi bancari. In certa misura la ridistribuzione delle quote di intermediazione del risparmio gestito può essere

pertanto ritenuta frutto delle scelte in tema di canali distributivi effettuate dagli stessi gruppi bancari.

Tassi attivi. Nell'ultimo quadrimestre si è osservato un ulteriore innalzamento della parte a breve della struttura dei tassi bancari rispetto a quanto riscontrato alla fine del mese di agosto. L'aumento di circa 50 *basis point* - che era stato correttamente previsto nel precedente numero di OM- ha riguardato sia il tasso minimo, sia quello medio (TAB. 3.9). In assenza di precise indicazioni circa il futuro andamento dei tassi di riferimento o al più qualche aspettativa di riduzione dei tassi, un simile aumento può essere spiegato con la volontà delle banche di raffreddare la domanda di prestiti delle imprese – a cui principalmente si riferisce la componente a breve termine degli impieghi – ovvero di cautelarsi maggiormente di fronte a un possibile incremento della rischiosità del portafoglio prestiti.

I tassi sulle nuove erogazioni di prestiti a medio-lungo termine presentano due andamenti distinti: quelli rivolti alle famiglie calano di 14 centesimi rispetto ai valori di fine agosto (6,51% nella media di dicembre) mentre quelli alle imprese si mantengono sostanzialmente stabili, con leggera tendenza all'aumento (da 5,71% medio di agosto a 5,79% di fine anno). Si riduce conseguentemente il differenziale tra tassi praticati alle famiglie e alle imprese, che a fine dicembre era pari a 74 *basis point* rispetto a quasi un punto percentuale di fine 1999. Il diverso andamento dei tassi verso le imprese rispetto a quelli praticati alle famiglie è a nostro avviso espressivo, da un lato, della maggiore cautela delle banche nei confronti della componente del portafoglio che si presenta come la più rischiosa e, dall' altro lato, della volontà di assecondare la crescita dei prestiti alle famiglie – perlopiù rappresentati da mutui ipotecari - che oltre ad incorporare un basso grado di rischio grazie alla presenza della garanzia costituiscono uno strumento per il rafforzamento delle relazioni di clientela.

Più in generale, va sottolineato che a partire dalla fine di ottobre, i tassi attivi, riferiti alle consistenze sia di breve che di medio-lunga scadenza, hanno mantenuto un profilo di sostanziale stabilità, recependo le recenti indicazioni provenienti dall'andamento dei tassi di mercato e dalle attese di un orientamento moderatamente espansivo della politica monetaria.

TAB. 3.9 – Tassi attivi (sui crediti in euro)

	A breve			A medio-lungo		
	c/c	Min.	Medio	sulle consistenze	sulle nuove erogazioni	
					alle imprese	alle famiglie
1999 set	6,13	2,74	5,25	5,87	4,38	5,56
dic	6,37	3,03	5,55	5,89	4,58	5,50
2000 mar	6,55	3,31	5,71	5,97	4,93	5,96
giu	7,09	3,75	6,23	6,15	5,57	6,20
ago	7,25	4,23	6,43	6,36	5,71	6,65
set	7,47	4,40	6,63	6,41	5,57	6,62
ott	7,69	4,54	6,83	6,52	6,01	6,68
nov	7,73	4,64	6,90	6,54	6,02	6,61
dic	7,65	4,71	6,88	6,53	5,79	6,51
10-dic-00	*7,72*	*4,71*	*6,93*			
20-dic-00	*7,62*	*4,72*	*6,87*			
31-dic-00	*7,52*	*4,71*	*6,78*			

Fonte: Banca d'Italia: Supplementi al Bollettino Statistico e segnalazioni decadali

Tassi passivi. Al tendenziale aumento, registrato nell'ultimo quadrimestre del 2000 dai tassi attivi a breve, corrisponde un minore incremento nei tassi passivi riconosciuti sui depositi a breve termine (TAB. 3.10). L'aumento di 32 centesimi osservato tra l'inizio di settembre e fine anno sul tasso medio corrisposto dalle banche sui conti correnti, risulta non dissimile rispetto all'aumento rilevato nel quadrimestre precedente.

Come correttamente anticipato dalle previsioni effettuate nello scorso numero diOM, più intenso è stato invece l'aumento dei tassi massimi sui depositi (+51 centesimi) presumibilmente trainato dalla diffusione dei conti correnti *on-line*. Al proposito, si sottolinea che i tassi massimi sui depositi sono ormai allineati ai tassi medi sulle nuove emissioni di obbligazioni a tasso fisso e inferiori di soli 20 *basis point* rispetto alle nuove emissioni a tasso variabile .

I tassi medi sulle nuove emissioni di obbligazioni a tasso fisso registrano peraltro una riduzione di 25 *basis point* tra agosto e dicembre; viceversa le obbligazioni a tasso variabile di nuova emissione segnalano un aumento medio di circa 20 centesimi.

TAB. 3.10 – Tassi passivi (sui depositi in euro)

	Depositi				Obbligazioni		
						Emissioni	
	c/c	CD lire	Max Depositi	Medio Depositi	Medio Consisitenze	Tasso fisso	Tasso var.
1999 set	1,08	3,99	2,51	1,45	4,52	3,66	3,51
dic	1,22	3,85	2,89	1,52	4,45	4,68	3,34
2000 mar	1,34	3,72	3,13	1,59	4,50	4,80	3,62
giu	1,58	3,75	3,83	1,78	4,66	4,66	3,67
ago	1,76	3,82	4,20	1,94	4,70	5,01	4,79
set	1,85	3,86	4,34	2,00	4,75	4,86	4,92
ott	1,94	3,89	4,51	2,08	4,73	4,79	5,03
nov	2,02	3,92	4,65	2,15	4,82	4,73	5,78
dic	2,08	3,94	4,71	2,20	4,87	4,76	4,98
10-dic-00	*2,09*	*3,94*	*4,70*	*2,21*			
20-dic-00	*2,05*	*3,94*	*4,70*	*2,17*			
31-dic-00	*2,15*	*3,93*	*4,78*	*2,25*			

Fonte: Banca d'Italia: Supplementi al Bollettino Statistico e segnalazioni decadali

Gli spreads. Il divergente andamento dei tassi attivi e di quelli passivi nel tratto a breve della curva dei tassi ha determinato un ulteriore ampliamento della forbice tra tassi a breve che passa, tra agosto e dicembre, da 4,49% a 4,69% (FIG. 3.13), con una dinamica stabile sul breve periodo. Ciò è confermato anche dalle prime anticipazioni disponibili dal consueto rapporto mensile dell'ABI, secondo il quale in gennaio 2001 la forbice tra il tasso medio attivo e il tasso medio passivo rimane immutata rispetto a fine 2000 sul 3,27%.

Circa lo *spread* a medio-lungo termine si osserva una sostanziale stabilità durante il quadrimestre che segue a un leggero ampliamento occorso nel mese di novembre (FIG. 3.15). In realtà questo *spread* tende a sottostimare l'effettivo margine dell'attività di intermediazione creditizia a medio-lungo termine poiché non tiene conto del fatto che una parte delle attività a medio-lungo termine è finanziata con passività a breve che risultano meno onerose di quelle a lunga.

La vivace dinamica che ha interessato i tassi attivi a breve ha consentito anche di invertire una tendenza di deterioramento del *mark-up*, in atto dall'inizio del 2000. A partire da settembre si è registrato un aumento di questo indicatore che tocca a fine anno il valore di 1,95%. (FIG. 3.14)

Si arresta invece il *trend* di crescita del contributo della raccolta alla formazione del margine di interesse, misurato dal *mark-down*. In conseguenza

FIG. 3.13 - SPREAD1 = Tasso medio attivo b/t - Tasso medio depositi

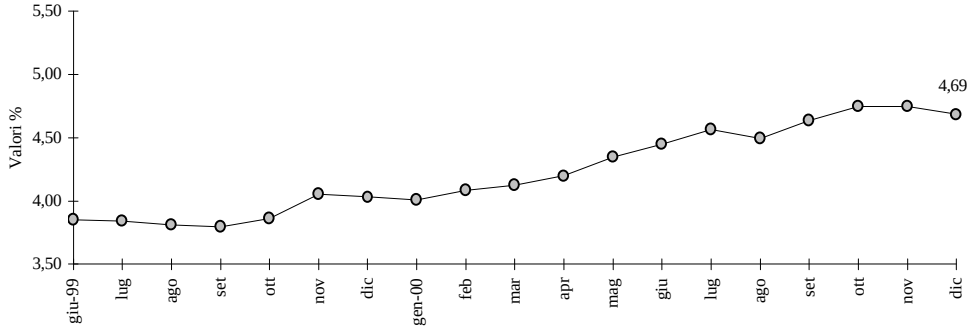


FIG. 3.14 - MARK UP = Tasso medio attivo b/t - EURIBOR

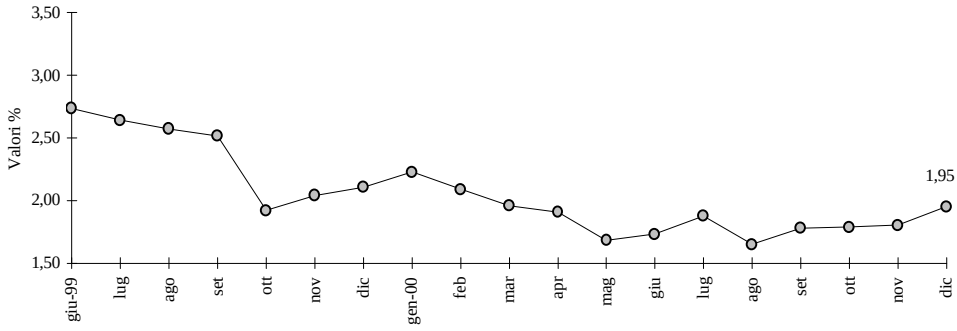


FIG. 3.15 - SPREAD2 = Tasso medio attivo m/l - Tasso medio obbligazioni

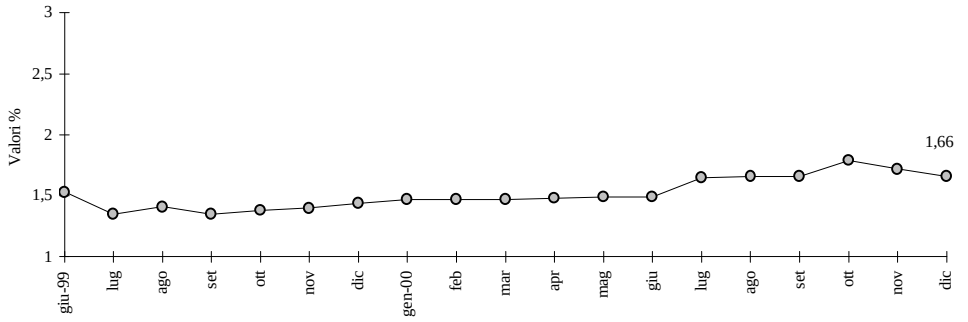
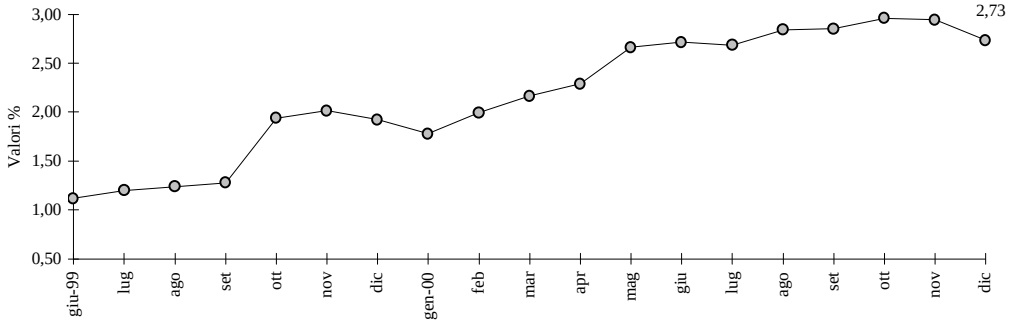


FIG. 3.16 - MARK DOWN = EURIBOR - Tasso medio depositi



della discesa registrata a dicembre dal tasso di riferimento (EURIBOR a 3 mesi), tale indicatore chiude l'anno su un valore medio di 2,73%, in discesa di oltre 20 punti base rispetto al dato di novembre (FIG. 3.16).

3.5 Le previsioni dei tassi bancari

Le previsioni effettuate nello scorso numero dell'*Osservatorio Monetario* per il quarto trimestre 2000 sono risultate sostanzialmente corrette per quanto riguarda il rendimento di impieghi, depositi in c/c e CD sotto i 6 mesi; nel caso delle obbligazioni a tasso fisso, invece, il rendimento è stato significativamente sopravvalutato (TAB 3.11).

TAB. 3.11 - Valori effettivi e nostre stime dei tassi bancari nell'ultimo quadrimestre del 2000

	Medio prestiti		Medio Depositi in c/c		Emissioni di CD a meno di 6 mesi		Emissioni di CD con durata tra 18 e 24 mesi		Emissioni obbligazioni a tasso fisso	
obs	effett.	stima	effett.	stima	effett.	stima	effett.	stima	effett.	stima
2000:09	6,63	6,64	1,85	1,82	3,22	3,24	3,67	3,80	4,86	4,87
2000:10	6,83	6,81	1,94	1,91	3,39	3,34	3,75	3,87	4,79	4,81
2000:11	6,90	6,88	2,02	1,99	3,51	3,43	3,84	3,87	4,73	4,75
2000:12	6,88	6,91	2,08	2,04	3,52	3,48	3,82	3,86	4,76	4,56

Fonte: Banca d'Italia e Osservatorio Monetario 3/2000

Poiché gli errori delle stime dei tassi bancari possono dipendere sia da una non corretta specificazione delle equazioni, sia dall'approssimazione tra i valori attesi ed effettivi dei tassi di *policy* e di mercato (REPO, euribor a 3, 6 e 12 mesi e Rendiob) che entrano a loro volta nelle equazioni, si è controllato a quale delle due cause possa essere imputata la maggior parte degli errori di previsione.

Per far questo sono stati adottati due procedure. Nella prima si sono calcolati gli errori che sarebbero emersi nel corso del 2000 se a dicembre 1999 fosse stata effettuata una previsione in base ai veri valori futuri dei tassi di mercato e del REPO. Il risultato conferma che la capacità previsiva delle equazioni è, di per sé, buona: gli errori sono solo marginali e del tutto compatibili

che le usuali imperfezioni dei metodi econometrici adottati (dopo 12 mesi, cioè a dicembre 2000, rispetto ai veri valori gli errori sarebbero stati di: impieghi +0,07, c/c –0,03, CD sotto i 6 mesi +0,01, CD oltre i 18 mesi +0,02; obbligazioni +0,19).

Col secondo metodo si sono confrontate le previsioni di Prometeia per lo stesso anno dalle equazioni dell'*Osservatorio Monetario*, nell'ipotesi che il REPO e le variabili di mercato si comportino esattamente come previsto dello stesso Istituto. Il confronto tra i due insiemi di previsioni vuole controllare la somiglianza dei due insiemi di previsioni sui tassi bancari: a parità di condizioni, più le stime sono simili, più sono mutuamente sicure. L'analisi, purtroppo limitata per mancanza di informazioni omogenee ai soli tassi attivi medi e ai depositi in c/c, ha mostrato una notevole somiglianza tra due previsioni, con la nostra stima leggermente inferiore nel caso degli impieghi a breve (-0,03 punti) e un po' superiore per i c/c (+0,09) a dic. 2001.

Tutto questo conferma che, nel passato, il potere esplicativo delle nostre equazione è stato buono e che, a parità di condizioni, le nostre stime - almeno per impieghi e c/c - non si discostano molto da quelle di altre fonti.

Ne derivano due importanti considerazioni:

- la bontà o meno delle previsioni dipende essenzialmente dalla bontà o meno delle previsioni del REPO e dei tassi di mercato;
- un eventale analisi di tipo VAR sui tassi bancari è relativamente facile, purché sia stata preventivamente attuata quella sulle variabili che entrano nelle equazioni.

Lasciando ad un successivo numero di Osservatorio Monetario del nostro rapporto l'indagine sul secondo punto, si possono fare subito alcune considerazioni sul problema della prevedibilità dei tassi di mercato, semplicemente verificando gli errori commessi utilizzando stime provenienti da fonte diversa. In particolare, confrontando per il biennio 1999-1990 la bontà delle previsioni dei tassi impliciti con quelle di alcuni importanti istituti di previsione nazionali, è risultato che:

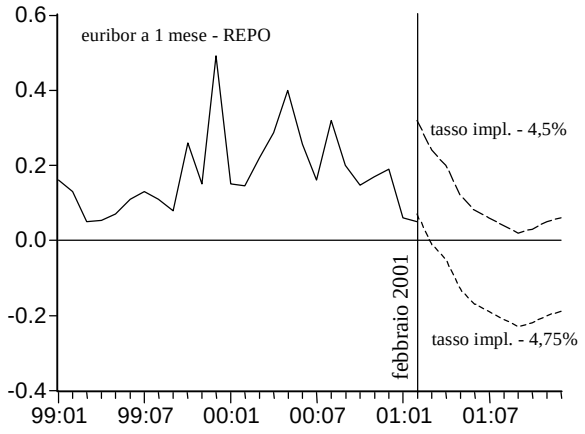
- per quanto riguarda i tassi a breve, i tassi implitici sembrano buoni previsori. Se nel corso del 1999 si sono comportati meno bene delle stime della media degli istituti di ricerca, nel 2000 le loro stime soro risultate molto migliori;
- nel caso dei tassi a lunga, gli istituti di ricerca battono i tassi impliciti. In ogni caso è importante considerare che istituti diversi fanno previsioni relative a

tassi diversi a lunga e, quindi, nel confronto, dev'essere tenuto presente quale *benchmark* sia stato di volta in volta utilizzato;

- le differenze tra le diverse stime e gli errori di previsione crescono al crescere dell'orizzonte di previsione, ma in maniera molto meno che proporzionale;
- l'individuazione corretta dei movimenti del REPO è molto difficile oltre l'intervallo di un mese; in ogni caso, dato il parallelismo tra REPO e tassi a breve, ogni stima dei tassi a breve porta con sé qualche ipotesi sull'andamento dei tassi ufficiali;
- molto difficile è anche la corretta identificazione del futuro andamento del Rendiob.

Per quanto riguarda la bontà delle stime in assoluto, quale che sia la fonte gli errori delle previsioni sono relativamente elevati. Questo implica che anche la stima dei tassi bancari contiene una componente di errore ineliminabile molto forte, in particolare per i CD a medio termine e le obbligazioni, nella cui equazione ha un peso rilevante il Rendiob. Per la stima di queste due variabili potrebbe forse essere conveniente modificare la loro equazione così da includere tra le variabili esplicative solo l'euribor e/o i BTP che sono di più facile previsione: il peggioramento della bontà delle equazioni potrebbe forse venir più che compensato da un miglioramento nella qualità dei regressori.

FIG. 3.17- Differenziale tra euribor a 1 mese e REPO
(dati mensili; periodo gen. 1999- dic. 2001)



Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE e il *Sole 24 Ore*.

In ogni caso, tenendo conto di tutto questo, e con tutte le cautele in merito, si è proceduto a calcolare le previsioni per i tassi bancari valide a partire dal febbraio 2001 (TAB 3.12). Per quanto riguarda l'euribor le stima utilizzate si basano sui tassi impliciti del 20 febbraio di quest'anno. Questa scelta è dovuta al fatto che a gennaio le previsioni ricavabili dalla struttura dei tassi risultavano intermedie fra quelle dei principali istituti di ricerca; in ogni caso, le stime erano abbastanza omogenee: lo scarto massimo fra di loro era di circa 0,2 punti per il dicembre 2000. Tali previsioni (FIG. 3.17) presuppongono una riduzione del REPO di 0,25 punti in corso d'anno, che potrebbe situarsi approssimativamente ad aprile. Per calcolare il Rendiob sono utilizzate le previsioni sui tassi implciti per gli *swaps* a 2-5 anni oltre alle stime dei tassi a lunga effettuate dagli istituti di ricerca.

Il quadro che emerge è di sostanziale stabilità dei tassi bancari, con una flessione iniziale seguita negli ultimi mesi, da una modesta crescita.

TAB. 3.12 - Previsioni dei tassi bancari per i prossimi mesi.
(In neretto i valori già noti)

Mese	EURIBOR 3m.	REPO (media mese)	Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
2001:01	**4,77**	**4,75**	**5,37**	6,87	2,09	3,50	3,78	4,57
2001:02	4,74	4,75	5,30	6,84	2,10	3,49	3,69	4,22
2001:03	4,68	4,75	5,32	6,82	2,10	3,49	3,63	4,19
2001:04	4,63	4,50	5,35	6,77	2,03	3,42	3,54	4,20
2001:05	4,59	4,50	5,35	6,72	2,01	3,41	3,49	4,21
2001:06	4,56	4,50	5,40	6,68	2,01	3,41	3,48	4,21
2001:07	4,54	4,50	5,40	6,70	2,02	3,42	3,46	4,21
2001:08	4,53	4,50	5,40	6,66	2,02	3,44	3,46	4,21
2001:09	4,54	4,50	5,50	6,65	2,03	3,45	3,45	4,27
2001:10	4,55	4,50	5,50	6,66	2,03	3,47	3,44	4,30
2001:11	4,56	4,50	5,50	6,66	2,04	3,48	3,45	4,30
2001:12	4,57	4,50	5,50	6,65	2,04	3,50	3,45	4,30

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia, BCE e *Il Sole 24 ore*

4. SERVIZI E REDDITIVITÀ DELLE BANCHE ITALIANE*

In un precedente numero di Osservatorio Monetario (n. 1-2000) ci eravamo proposti di verificare il grado di diversificazione produttiva, misurata in termini di diversificazione dei ricavi, degli intermediari bancari di Francia, Germania, Italia, Spagna e Stati Uniti e di indagare l'intensità della relazione tra tale diversificazione e la redditività complessiva delle singole banche. I risultati dell'indagine svolta sui dati di bilancio di un campione di circa 400 banche nel periodo 1993-1998 suggerivano tra l'altro che:

1) il grado di diversificazione dei ricavi è aumentato; più specificamente la rilevanza dei ricavi dell'attività di erogazione del credito è diminuita a favore sia dei ricavi da intermediazione mobiliare sia dei ricavi da commissioni;

2) per le banche di maggiori dimensioni si registra una più elevata diversificazione dei ricavi ma al contempo una minore redditività;

3) le banche italiane presentano in media un grado di diversificazione dei ricavi più elevato delle banche degli altri paesi esaminati;

4) all'aumento dell'incidenza dei ricavi da servizi sul totale dei ricavi si associa solitamente un aumento della redditività.

Se taluni risultati appaiono in linea con le aspettative formulate sulla base sia dell'evidenza aneddotica sia dei consolidati principi gestionali, altri appaiono in qualche misura meno scontati e impongono ulteriori verifiche. In particolare un primo aspetto sul quale è apparso opportuno fare luce è il contributo offerto dai cosiddetti servizi, che – come indicato al punto 4 – risultano essere un elemento determinante del livello di redditività dei gruppi bancari. Si è pertanto deciso di esaminare più approfonditamente la struttura dei ricavi rappresentati da commissioni, e cioè il peso delle diverse tipologie di servizi offerti alla clientela (gestione del risparmio; negoziazione, custodia e collocamento di titoli; servizi di pagamento; rilascio di garanzie, ecc.), e verificare la loro dinamica nel corso degli anni recenti e il loro contributo alla redditività complessiva. A tal fine, ci si è concentrati su un campione formato esclusivamente da banche italiane: disponendo di dati di banche che presentano bilanci con strutture contabili del tutto simili e, soprattutto, caratterizzati da un grado di dettaglio, spesso assente nei bilanci delle banche di altri paesi, è infatti possibile evitare talune approssimazioni e

* A cura di L Nieri e A. Colombo

aggregazioni che si erano rese necessarie nel precedente esercizio e che potrebbero averne influenzato i risultati. Inoltre, per poter svolgere un'analisi inter-temporale oltre che cross-section è stato necessario operare una precisa ricostruzione dei rapporti di gruppo o di controllo esistenti tra le diverse banche e della loro evoluzione al fine di ottenere dati che si riferissero a realtà omogenee nel tempo. A motivo della difficoltà e dell'onerosità di questa operazione, abbiamo quindi focalizzato l'indagine su un campione composto dai primi sei gruppi bancari italiani.

In secondo luogo, si è cercato di verificare se gli andamenti riscontrati nei sei gruppi bancari in questione possono essere estesi all'intero sistema bancario italiano o se invece sono influenzati dalle elevate dimensioni degli stessi. Attraverso un'analisi per classi dimensionali dei gruppi bancari si è pertanto cercato di verificare se esiste una qualche relazione tra le dimensioni delle banche e l'incidenza dei ricavi commissionali, fornendo un eventuale supporto alle considerazioni espresse al precedente punto 2, secondo cui le banche di maggiori dimensioni presentano mediamente una più elevata diversificazione dei ricavi.

4.1 Il campione e le variabili utilizzate

L'indagine copre il periodo 1994-1999 e si basa sui dati di bilancio consolidato di un campione composto dai primi 6 gruppi bancari italiani per dimensioni rilevate al 31/12/99, e cioè i gruppi Intesa, Unicredito Italiano, S.Paolo – IMI, Banca di Roma, Monte dei Paschi di Siena, BNL. Si è deciso di considerare i gruppi e non le singole banche per evitare che scelte di natura organizzativa – segnatamente la decisione di delegare a una società del gruppo giuridicamente autonoma lo svolgimento di una specifica attività ovvero di svolgerla direttamente all'interno della banca – influenzassero i risultati dell'indagine. La composizione dei gruppi considerata è quella risultante dal bilancio dell'esercizio 1999. Per gli anni precedenti si è pertanto proceduto alla ricostruzione di situazioni pro-forma ottenute sommando all'originario bilancio consolidato i valori di bilancio delle società successivamente acquisite e sottraendo quelle alienate, sempre che queste

società rientrassero nel perimetro di consolidamento (integrale o proporzionale)[1]. Si ritiene che in tal modo sia garantita una buona comparabilità intertemporale dei dati oggetto di analisi nel periodo sotto osservazione; è peraltro necessaria una certa cautela nell'interpretazione degli stessi dal momento che nei casi in cui le società non facevano originariamente parte del gruppo le linee gestionali non erano necessariamente coerenti con quelle del gruppo nel quale esse sono state poi incorporate.

Le diverse categorie di ricavi da commissioni sulle quali si è concentrata l'indagine sono quelle riportate nella tabella contenuta nella nota integrativa al bilancio d'esercizio che illustra la composizione della voce 40 di conto economico "commissioni attive" (parte C: "Informazioni sul conto economico", sezione 2, tabella 2.1). Tale tabella, che si riporta di seguito affiancata da una breve descrizione dei contenuti delle singole voci, è prevista dal regolamento Banca d'Italia che disciplina contenuti e forma del bilancio degli enti creditizi[2].

a) garanzie rilasciate	Rilascio di garanzie e impegni di firma
b) servizi di incasso e pagamento	Negoziazioni di portafoglio, incasso effetti, RID, MAV
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza, di cui:	
1. negoziazione di titoli	Compravendita titoli
2. negoziazione di valute	Compravendita valute
3. gestioni patrimoniali	Gestioni patrimoniali individuali
4. custodia e amministraz. di titoli	Depositi custoditi e/o amministrati di titoli
5. collocamento di titoli	Collocamento strumenti finanziari (obbligaz., azioni, quote di fondi comuni, …)
6. attività di consulenza	Consulenza alle imprese
7. vendita a domicilio di titoli, prodotti e servizi	Collocamento attraverso rete promotori
8. raccolta di ordini	Ricezione e trasmissione di ordini per conto terzi
9. gestione di o.i.c.v.m.	Fondi comuni di investimento
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	
e) altri servizi	Attività di intermediazione creditizia (commissioni e recuperi spese su finanziamenti, depositi e c/c) intermediazione prodotti di terzi (tra cui "banca-assicurazione"), cassette di sicurezza, carte di credito, cash management, banca telefonica, operazioni

[1] E' opportuno precisare che la ricostruzione risulta necessariamente limitata alle movimentazioni che hanno avuto per oggetto enti creditizi residenti

[2] "I bilanci delle banche: Schemi e regole di compilazione", Circolare n. 166 del 30 luglio 1992 (2º Aggiornamento dell'11 agosto 1998)

	interbancarie

Occorre precisare che l'attribuzione delle commissioni alle diverse categorie da parte di ciascun ente creditizio riflette la sua specifica struttura del piano dei conti. In questo senso va tenuto presente che, nonostante le categorie stesse siano sufficientemente delineate e distinte, possono sussistere situazioni di disomogeneità tra le diverse banche.

4.2 L'andamento dei ricavi da servizi

Per un primo esame dell'evoluzione dei ricavi commissionali nel periodo considerato abbiamo scelto di analizzare un bilancio somma ottenuto aggregando i dati dei 6 gruppi. L'obiettivo è, in questo caso, misurare la tendenza che risulta espressa da un campione chiuso, rappresentativo, sulla base del totale dei fondi intermediati a giugno 1999, del 56% del sistema.

Dalla rielaborazione dei dati emerge una conferma dell'accresciuta rilevanza dei ricavi da servizi: l'incidenza delle commissioni attive sul totale dei ricavi lordi[3] per l'insieme dei 6 gruppi è passata dall'8,4% nel 1994 a quasi il 22% nel 1999 con una progressione più marcata negli ultimi due anni (si veda TAB. 4.1). Parallelamente i principali indicatori di redditività – ROE e ROA[4] – sono cresciuti, rispettivamente, dal 2,1% al 14,1% e dallo 0,8% al 1,2%.

TAB. 4.1 – Principali indicatori di redditività dei primi 6 gruppi bancari italiani (valori percentuali)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ROE	2,05	3,51	4,12	-2,77	8,51	14,12
ROA	0,78	1,01	1,06	0,91	1,39	1,24
Tot comm att./ Tot ricavi lordi	8,44	7,31	8,27	11,61	16,55	21,85

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

[3] Calcolati come somma delle voci: 10 Interessi attivi e proventi assimilati; 30 Dividendi e altri proventi; 40 Commissioni attive; 60 Profitti (Perdite) da operazioni finanziarie; 70 Altri proventi di gestione.

[4] ROE = utile netto / patrimonio netto; ROA = risultato lordo di gestione / totale attivo

In termini di valore, nel periodo considerato le commissioni attive sono aumentate di circa il 132% (si veda la TAB. 4.2). Le componenti che sono cresciute maggiormente sono quelle relative alle attività di gestione, intermediazione e consulenza e, in particolare, quelle derivanti dalla gestione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (o.i.c.v.m.), ossia i fondi comuni (+681%) e quelle inerenti le gestioni patrimoniali (+293%). Questi andamenti confermano la crescente attenzione dedicata dalle banche all'attività di gestione del risparmio.

TAB. 4.2 – Commissioni attive da servizi per l'insieme dei gruppi del campione (valori in miliardi di lire)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Var. % '94-99(*)
40 Commissioni attive	11.456	11.325	12.529	16.353	22.299	26.553	132,8
a) garanzie rilasciate	653	768	775	795	776	783	19,9
b) servizi di incasso e pagamento	1.531	1.889	1.877	2.032	2.375	2.819	84,2
c) servizi di gestione, intermediazione e consulenza, di cui:	4.089	3.427	4.263	7.131	12.126	14.754	260,8
1. negoziazione di titoli	*483*	*339*	*400*	*825*	*1.608*	*1.493*	*209,3*
2. negoziazione di valute	*428*	*451*	*440*	*481*	*530*	*580*	*35,4*
3. gestioni patrimoniali	*385*	*374*	*442*	*672*	*1.115*	*1.512*	*292,5*
4. custodia e amministraz. di titoli	*447*	*385*	*403*	*443*	*501*	*633*	*41,7*
5. collocamento di titoli	*870*	*507*	*879*	*1.318*	*1.551*	*1.731*	*98,9*
6. attività di consulenza	*42*	*40*	*48*	*71*	*52*	*105*	*150,3*
7. vendita a domicilio di titoli, ecc.	*65*	*81*	*119*	*151*	*329*	*282*	*333,2*
8. raccolta di ordini	*368*	*311*	*340*	*410*	*730*	*647*	*75,9*
9. gestione di o.i.c.v.m.	*995*	*940*	*1.193*	*2.760*	*5.710*	*7.773*	*681,2*
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	1.089	1.106	1.044	1.196	1.234	1.333	22,4
e) altri servizi	4.093	4.132	4.570	5.198	5.788	6.863	67,7

* Il dato indica il tasso di variazione registrato nell'intero periodo.

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

Guardando all'incidenza delle diverse tipologie di commissioni da servizi sul totale dei ricavi commissionali si osserva che è prevalentemente l'attività di gestione del risparmio collettivo a fornire un significativo contributo alla redditività. Alla fine del 1999 le commissioni da gestione di o.i.c.v.m. rappresentavano infatti oltre il 29% del totale delle commissioni da servizi (si veda TAB. 4.4) e, presumibilmente, tale dato tende a sottostimare l'effettiva rilevanza di questa area di business, dal momento che essa genera ricavi anche sotto forma di

commissioni per il collocamento delle quote di fondi da parte della rete di sportelli, e di commissioni di negoziazione e custodia titoli che la banca depositaria, o comunque altre banche del gruppo, addebitano alla società di gestione del risparmio. L'elevato peso dei servizi legati alla gestione collettiva del risparmio è un fenomeno in parte atteso, considerato che le primarie società di gestione del risparmio – in termini di volumi di raccolta - appartengono ai principali gruppi bancari.

TAB. 4.3 - Tassi di variazione annua per l'insieme dei gruppi del campione (valori percentuali)

	1995	1996	1997	1998	1999
40 Commissioni attive	-1,1	10,6	30,5	36,4	19,1
a) garanzie rilasciate	17,5	0,9	2,6	-2,3	0,9
b) servizi di incasso e pagamento	23,4	-0,7	8,3	16,8	18,7
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza, di cui:	-16,2	24,4	67,3	70,0	21,7
1. negoziazione di titoli	*-29,7*	*17,8*	*106,3*	*94,9*	*-7,1*
2. negoziazione di valute	*5,3*	*-2,5*	*9,5*	*10,1*	*9,4*
3. gestioni patrimoniali	*-3,0*	*18,2*	*52,2*	*65,9*	*35,5*
4. custodia e amministraz. di titoli	*-13,8*	*4,7*	*10,0*	*13,1*	*26,3*
5. collocamento di titoli	*-41,8*	*73,5*	*50,0*	*17,6*	*11,6*
6. attività di consulenza	*-5,0*	*20,0*	*47,6*	*-26,7*	*102,9*
7. vendita a domicilio di titoli, ecc.	*24,6*	*46,9*	*26,9*	*117,9*	*-14,4*
8. raccolta di ordini	*-15,6*	*9,5*	*20,5*	*78,0*	*-11,3*
9. gestione di o.i.c.v.m.	*-5,5*	*26,9*	*131,3*	*106,9*	*36,1*
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	1,5	-5,6	14,6	3,1	8,0
e) altri servizi	0,9	10,6	13,7	11,3	18,6

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

Se si considera l'attività di gestione del risparmio individuale si rileva che essa è stata interessata da una crescita molto sostenuta soprattutto a partire dal 1997 (si veda la TAB. 4.3) e che a fine 1999 le commissioni derivanti dalle gestioni patrimoniali costituivano il 5,7% del totale delle commissioni attive. Il divario esistente tra l'entità delle commissioni generate dalla gestione di risparmio collettivo e quelle inerenti la gestione di patrimonio individuale è presumibilmente spiegato dall'anticipo con cui i servizi e i prodotti che ricadono nella prima categoria sono stati offerti dalle banche e quindi dai maggiori volumi di risparmio attualmente gestiti dai fondi comuni. In prospettiva, questo divario potrebbe attenuarsi a motivo del crescente interesse dei risparmiatori per le gestioni

patrimoniali – soprattutto per le GPF - che rappresentano un prodotto più evoluto e a maggiore valore aggiunto rispetto alle quote di fondi comuni.

Anche i ricavi associati alla vendita a domicilio di titoli e altri prodotti e servizi finanziari – a loro volta riconducibili all'attività di gestione del risparmio e, segnatamente, ai servizi offerti attraverso le reti di promotori finanziari - hanno dimostrato una vivace crescita nel periodo in analisi ancorché il loro ammontare complessivo sia piuttosto esiguo. La riduzione di quest'ultima componente di ricavo registrata nel corso del 1999 (-14% come da TAB. 4.3) è quantomeno in parte da imputare a ragioni di tipo concorrenziale: nell'utilizzare la leva di prezzo, le banche hanno difatti ridotto drasticamente le commissioni richieste per i servizi offerti dalle reti di vendita esterne al momento della sottoscrizione dei servizi; tali commissioni sono spesso state sostituite con commissioni "all'uscita", che il cliente sarà tenuto a pagare solo qualora decidesse di disinvestire il suo patrimonio prima di una certa scadenza. Riducendo i costi di accesso ai servizi di gestione del risparmio si agevola l'acquisizione di nuova clientela che avrà poi un forte incentivo a non lasciare la banca prima che sia trascorso un certo numero di anni proprio per non pagare le commissioni "all'uscita".

Anche con riguardo alle commissioni legate all'attività di gestione del risparmio precedentemente menzionate - GPM e gestione o.i.c.v.m. - e quelle da collocamento titoli – che, come si è già detto, si riferiscono prevalentemente alle quote di fondi comuni – la tabella 4.3 mostra che nel corso del 1999 si è avuto un rallentamento della crescita. Anche in questo caso, tali andamenti possono essere motivati dalla crescente concorrenza tra gli intermediari – che comporta una contrazione dei prezzi a cui i servizi vengono offerti – a cui si è affiancato un più contenuto aumento delle risorse raccolte, determinato dalla conclusione del processo di trasformazione dei depositi titoli in portafogli gestiti dalla banca o comunque in prodotti del risparmio gestito. Nel 1999, il flusso netto di investimenti nei fondi comuni di investimento italiani è infatti sceso a 118.700 miliardi, con una diminuzione di circa il 66% rispetto al 1998, e la raccolta netta delle gestioni patrimoniali effettuate da SIM, SGR e banche in via diretta è stata di circa 104.000 miliardi, e cioè il 30% in meno rispetto al 1998.

Un'altra tipologia di commissioni che nel periodo esaminato ha fatto registrare elevati tassi di crescita è quella legata alla negoziazione dei titoli (si veda Tab.4.3), per la quale si osservano tuttavia andamenti alterni: si passa da una

crescita del 106% nel 1997 a una diminuzione del 7% nel 1999. Tale volatilità è in parte da imputare a una presumibile correlazione con fenomeni esogeni alla banca, segnatamente con l'andamento dei mercati azionari e obbligazionari. Più in particolare, la riduzione delle commissioni da negoziazione occorsa nel 1999 è dovuta anche al significativo abbassamento dei prezzi praticati dai cosiddetti *traders online*, circostanza che tende peraltro ad assumere un carattere strutturale più che congiunturale.

Un'ultima osservazione in merito alle diverse tipologie di commissioni da servizi di gestione, intermediazione e consulenza riguarda le commissioni per negoziazioni valute che anche nel corso del 1999 sono aumentate a ritmi analoghi a quelli del biennio precedente, benché a partire dal 1° gennaio 1999 sia stato introdotto l'Euro che secondo le attese di taluni avrebbe dovuto ridurre in misura consistente i ricavi dell'area.

TAB. 4.4 – Incidenza delle diverse tipologie di ricavi da servizi per l'insieme dei gruppi del campione (valori percentuali)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
40 Commissioni attive	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
a) garanzie rilasciate	5,7	6,8	6,2	4,9	3,5	3,0
b) servizi di incasso e pagamento	13,4	16,7	15,0	12,4	10,6	10,6
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza, di cui:	35,7	30,3	34,0	43,6	54,4	55,6
1. negoziazione di titoli	*4,2*	*3,0*	*3,2*	*5,0*	*7,2*	*5,6*
2. negoziazione di valute	*3,7*	*4,0*	*3,5*	*2,9*	*2,4*	*2,2*
3. gestioni patrimoniali	*3,4*	*3,3*	*3,5*	*4,1*	*5,0*	*5,7*
4. custodia e amministraz. di titoli	*3,9*	*3,4*	*3,2*	*2,7*	*2,2*	*2,4*
5. collocamento di titoli	*7,6*	*4,5*	*7,0*	*8,1*	*7,0*	*6,5*
6. attività di consulenza	*0,4*	*0,4*	*0,4*	*0,4*	*0,2*	*0,4*
7. vendita a domicilio di titoli, ecc.	*0,6*	*0,7*	*0,9*	*0,9*	*1,5*	*1,1*
8. raccolta di ordini	*3,2*	*2,7*	*2,7*	*2,5*	*3,3*	*2,4*
9. gestione di o.i.c.v.m.	*8,7*	*8,3*	*9,5*	*16,9*	*25,6*	*29,3*
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	9,5	9,8	8,3	7,3	5,5	5,0
e) altri servizi	35,7	36,5	36,5	31,8	26,0	25,8

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

Per quanto concerne i servizi più tradizionali, quali la concessione di garanzie, i servizi di incasso e pagamento e l'esercizio delle esattorie, si osserva una crescita piuttosto contenuta – dovuta alla "maturità" dei servizi stessi - a cui corrisponde una riduzione della loro incidenza sul totale dei ricavi commissionali,

pari rispettivamente a 3%, 11% e 5% a fine 1999. La sostanziale stabilità in valori assoluti delle commissioni derivanti dalla concessione di garanzie - che rappresentano servizi alternativi o integrativi rispetto all'erogazione di credito - si spiega con l'andamento del costo del credito, in pressoché costante calo nel corso del periodo sotto osservazione. Con riferimento ai servizi di incasso e pagamento si osserva che l'introduzione di tecnologie sempre più sofisticate, da un lato, riduce il costo, e quindi anche il prezzo, dei servizi tradizionali quali i bonifici e le ricevute bancarie, e, dall'altro, favorisce la diffusione di strumenti di pagamento alternativi, quali le carte di debito e di credito, ma che danno luogo a commissioni solitamente contabilizzate tra gli "altri servizi". Una tendenziale riduzione delle commissioni per incasso e pagamento può inoltre essere determinata dal sempre più diffuso impiego dei canali remoti che consentono la gestione dei pagamenti via Internet o collegamenti dedicati – il cosiddetto PC banking – e che, come specificato nella tabella iniziale, rientrano a loro volta negli "altri servizi".

Queste ultime considerazioni contribuiscono a comprendere perché nel corso del periodo esaminato risulti sempre elevato (superiore al 25%) il peso delle commissioni attribuite alla categoria degli "altri servizi". In tale voce trovano infatti sistemazione non solo le commissioni legate all'attività di intermediazione (finanziamenti a clientela, recuperi di spese, ecc.), le commissioni interbancarie e le commissioni per servizi per conto terzi, ma anche le commissioni su prodotti e servizi quali le carte di credito, il cash management, i prodotti assicurativi e la banca telefonica, che rappresentano i servizi più innovativi e per i quali è già in atto una crescita sostenuta. La particolare composizione di questa voce fa sì che essa possa essere considerata residuale solo in termini contabili mentre invece, da un punto di vista gestionale, appare di notevole rilevanza.

4.3 I ricavi da servizi nei singoli gruppi del campione

Le tendenze commentate nel precedente paragrafo si riferiscono all'insieme dei primi 6 gruppi bancari italiani. Una più dettagliata analisi dei dati relativi ai singoli gruppi mostra, peraltro, andamenti e situazioni talvolta marcatamente differenti, come evidenziato dalla tabella 4.5 in cui sono presentati il tasso di variazione nel periodo di osservazione e i valori medi relativi al primo e all'ultimo

biennio. La tabella 4.5 mostra che all'inizio del periodo in osservazione l'incidenza delle commissioni attive sul totale dei ricavi era pressoché analoga per i sei gruppi e oscillava da 6,2% del gruppo 4 a 8,4% del gruppo 3. Per contro, nel biennio 1998-99 questo stesso indicatore presenta valori piuttosto diversi: si passa infatti da valori pari al 13% per il gruppo 4 – con un aumento di 6,6 punti percentuali -, a valori pari al 24% per il gruppo 3 – che corrisponde a un aumento di oltre 13 punti percentuali. Questi dati indicano che il processo di ampliamento del business verso aree diverse da quella tradizionale è proceduto a ritmi sostenuti ma diversi per i singoli gruppi bancari. In particolare, il maggiore impulso allo sviluppo di questa componente dei ricavi è stato dato proprio dai gruppi bancari che già nel 1994 erano più attivi nell'area dei servizi.

Similmente a quanto rilevato a livello aggregato, a trainare la diversificazione dei ricavi è stata la componente legata alla gestione, intermediazione e consulenza che è cresciuta notevolmente nel periodo in esame e che presenta per tutti i gruppi una notevole incidenza sul totale dei ricavi commissionali. Con riferimento alle sottovoci in cui vengono suddivise le commissioni da gestione e intermediazione, si osservano situazioni e andamenti del tutto simili a quelli riscontrati a livello aggregato, in primis l'entità della crescita e la rilevanza delle commissioni da o.i.c.v.m..

Il peso delle commissioni da servizi tradizionali – garanzie, incasso e pagamento, ed esattorie - diminuisce per tutti i gruppi con l'eccezione di due gruppi – 4 e 6 – per i quali il contributo dei servizi di incasso e pagamento – grazie a una consistente crescita in termini di valore - si mantiene su livelli analoghi a quelli passati e soprattutto significativamente più elevati di quelli riscontrati per gli altri gruppi.

L'impatto positivo della attività in servizi sulla redditività complessiva appare evidente dalla figura 4.1 in cui i dati relativi al biennio 1998-99 mostrano una relazione positiva tra l'incidenza dei ricavi da commissione sul totale dei ricavi e i due principali indicatori di redditività. In particolare, la figura 4.2 mostra la presenza di una relazione tendenzialmente positiva tra l'aumento delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza – ossia delle attività verso le quali i gruppi in questione sembrano avere destinato crescente attenzione – e le variazioni intervenute nel ROA.

TAB. 4.5 – Indicatori di incidenza dei ricavi da commissioni e di redditività per i primi 6 gruppi bancari italiani**(valori percentuali).

Gruppo bancario	1			2			3			4			5			6		
biennio di riferimento	'94-'95	'98-'99	var.*	'94-'95	'98-'99	var.*	'94-'95	'98-'99	var.*	'94-'95	'98-'99	var.*	'94-'95	'98-'99	var.*	'94-'95	'98-'99	var.*
Tot. comm. att./tot. Ricavi lordi	7,8	19,0		8,1	21,2		8,4	23,9		6,2	12,8		9,2	19,6		7,6	17,1	
Incidenza sul tot. commissioni attive di:																		
a) garanzie rilasciate	8,2	3,8	10	6,1	3,0	38	3,9	1,9	1	5,8	3,7	47	3,7	2,3	42	8,8	5,2	6
b) servizi di incasso e pag.	17,1	9,4	33	15,9	10,5	89	6,2	7,5	111	21,8	15,8	62	11,3	6,1	9	22,2	22,4	529
c) servizi di gestione, intermediaz. e consulenza; di cui:	31,2	52,1	279	36,6	60,0	333	50,1	70,0	187	20,8	42,2	331	22,3	52,5	360	23,2	36,7	165
1. negoziazione di titoli	*4,2*	*5,6*	*166*	*2,2*	*8,6*	*647*	*5,4*	*4,5*	*24*	*3,1*	*9,6*	*404*	*2,3*	*6,9*	*490*	*2,7*	*4,6*	*98*
2. negoziazione di valute	*4,0*	*2,1*	*31*	*5,9*	*3,3*	*36*	*2,5*	*1,3*	*7*	*3,9*	*1,7*	*-6*	*4,1*	*3,2*	*74*	*2,2*	*2,3*	*102*
3. gestioni patrimoniali	*3,4*	*5,9*	*33*	*5,8*	*7,2*	*242*	*4,1*	*4,0*	*124*	*0,1*	*2,2*	*-109*	*1,6*	*6,7*	*861*	*2,3*	*3,6*	*257*
4. custodia e amm. titoli	*4,2*	*2,6*	*36*	*4,4*	*2,7*	*67*	*3,7*	*1,4*	*-11*	*2,3*	*2,4*	*159*	*2,2*	*2,5*	*181*	*3,7*	*1,9*	*-15*
5. collocamento di titoli	*5,1*	*6,4*	*121*	*4,9*	*7,4*	*205*	*7,5*	*7,8*	*94*	*4,4*	*4,6*	*44*	*9,2*	*7,3*	*22*	*5,7*	*5,5*	*27*
6. attività di consulenza	*0,1*	*0,3*	*1107*	*0,0*	*0,0*	*0*	*1,5*	*1,1*	*82*	*0,2*	*0,2*	*700*	*0,0*	*0,0*	*0*	*0,1*	*0,0*	*-100*
7. vendita a domicil. titoli.	*0,4*	*0,4*	*126*	*0,5*	*0,4*	*99*	*1,7*	*5,1*	*515*	*0,0*	*0,0*	*0*	*0,0*	*0,0*	*0*	*0,8*	*1,0*	*182*
8. raccolta di ordini	*2,9*	*2,8*	*74*	*5,3*	*1,0*	*-69*	*2,5*	*4,7*	*294*	*2,4*	*1,7*	*42*	*2,5*	*6,7*	*309*	*1,4*	*0,0*	*-99*
9 gestione o.i.c.v.m.	*6,8*	*26,1*	*887*	*7,5*	*29,5*	*1235*	*21,0*	*40,2*	*318*	*4,4*	*19,7*	*950*	*0,2*	*19,2*	*1164*	*4,3*	*17,6*	*644*
d) esercizio di esatt. e ricev.	7,7	5,9	139	9,3	4,9	45	3,0	1,3	-32	5,2	1,5	-58	32,2	18,7	7	6,4	0,0	-99
e) altri servizi	35,8	28,9	119	32,2	21,6	92	36,8	19,3	8	46,4	36,7	76	30,5	20,3	49	39,4	35,7	34
ROE	3,6	11,9		4,0	11,9		4,5	14,1		-1,2	6,7		2,5	14,9		1,8	7,6	
ROA	1,1	1,1		1,0	1,9		0,8	1,3		0,4	1,0		0,9	1,3		1,1	1,3	

** Per ragioni di riservatezza il numero attribuito ai gruppi è assolutamente casuale.*Si tratta della variazione complessiva nel periodo 1994-1999.

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio.

FIG. 4.1 – Relazione tra incidenza dei ricavi da commissione e indicatori di redditività per i 6 gruppi del campione (dati relativi al biennio '98-'99)

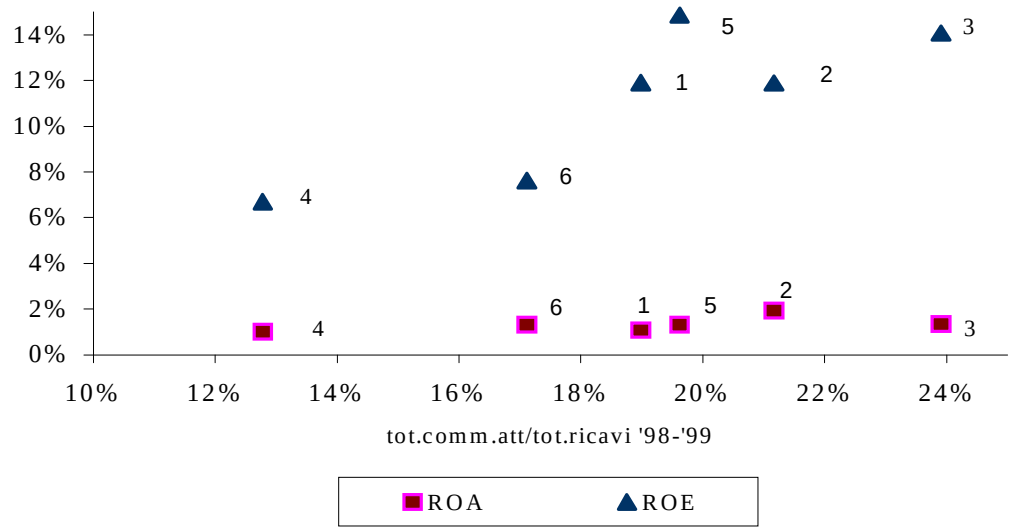
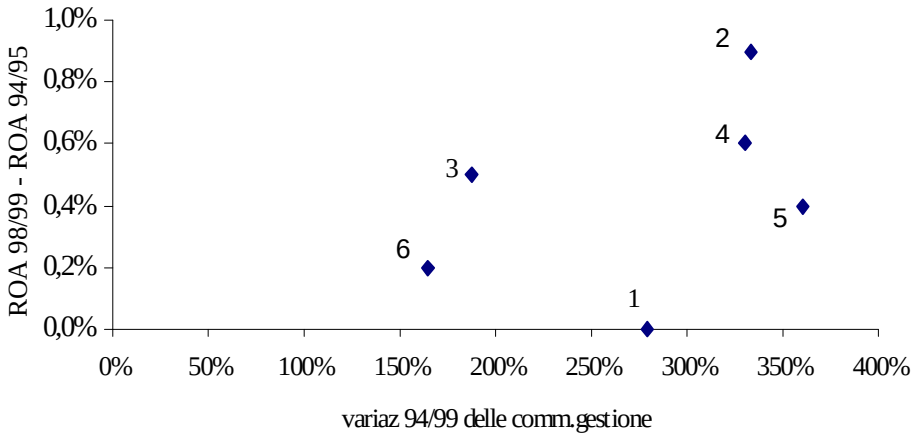


FIG. 4.2 – Relazione tra tasso di variazione delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza nel periodo '94-'99 e differenziale del ROA per i 6 gruppi del campione



4.4 I ricavi da servizi e le dimensioni dei gruppi creditizi italiani.

Ulteriori indicazioni concernenti l'andamento delle commissioni da servizi e il loro effetto sulla redditività delle banche sono contenute nella tabella 4.6, dove si ripresentano gli stessi indicatori calcolati nella tabella 4.4 con riferimento a un campione più ampio ma aperto. Sono stati difatti considerati tutti i gruppi bancari italiani esistenti nei sei anni in osservazione – il numero dei gruppi oscilla tra 44 e 53 - senza peraltro effettuare alcuna modificazione per tenere conto dell'evoluzione nella composizione dei gruppi stessi.

I dati sono esposti per classi dimensionali e rappresentano medie semplici dei valori relativi ai singoli gruppi ad esse appartenenti. La principale indicazione che emerge è che non esiste una netta relazione tra le dimensioni dei gruppi e la rilevanza dei ricavi da commissioni: sono difatti i gruppi di medie dimensioni a presentare nel periodo in esame una più elevata incidenza di questa tipologia di ricavi sul totale dei ricavi lordi (26% nel 1999).

Passando all'analisi delle singole tipologie di ricavi commissionali, risulta che a beneficiare dei più elevati contributi da parte delle commissioni di gestione, intermediazione e consulenza sono i gruppi bancari di medie e di maggiori dimensioni, ancorché la rilevanza dell'area di business in oggetto appaia in forte crescita in pressoché tutte le classi dimensionali. Più specificamente, per i gruppi maggiori si registrano i più alti valori percentuali in termini di commissioni da o.i.c.v.m. (nel 1999, 31% rispetto a 11% per il totale del campione); tale circostanza si spiega con l'appartenenza agli stessi delle principali società di gestione del risparmio. Le commissioni da gestioni patrimoniali sono invece più elevate in termini di incidenza sui ricavi totali nel caso dei gruppi medi (9,2% nel 1999). Infine, si rileva che le commissioni da negoziazione titoli – il cui peso è massimo nei gruppi maggiori – sono caratterizzate da una discreta volatilità.

Per quanto riguarda le commissioni per servizi tradizionali – e cioè garanzie, servizi di incasso e pagamento ed esattorie – si riscontra una tendenziale diminuzione, sebbene i gruppi grandi e piccoli mostrino una certa tenuta e un'incidenza di queste tipologie di ricavi superiore alla media.

TAB. 4.6 - Indicatori di incidenza dei ricavi da commissioni e di redditività e per i gruppi bancari italiani per classi dimensionali (valori percentuali)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
			maggiori			
Tot comm att/tot Ricavi lordi	7,1	6,6	7,6	10,7	16,4	21,9
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	7,5	7,4	8,0	5,7	4,0	2,8
b) servizi di incasso e pagamento	15,6	20,8	16,8	15,1	11,6	10,7
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	31,6	27,3	34,4	42,7	56,3	56,7
3. gestioni patrimoniali	2,6	3,3	3,4	3,9	4,2	5,2
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	5,7	5,5	7,8	16,3	28,5	30,7
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	7,5	7,9	5,8	6,9	3,7	3,2
e) altri servizi	37,8	36,6	35,0	29,6	24,4	26,5
ROE	1,7	2,3	3,6	-2,2	8,9	14,2
ROA	0,8	0,8	0,9	0,8	1,3	1,3
			grandi			
Tot comm att/tot Ricavi lordi	8,3	8,6	8,6	11,7	16,1	21,0
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	4,7	5,0	4,3	3,9	2,9	3,0
b) servizi di incasso e pagamento	14,6	15,1	16,1	15,9	14,7	14,6
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	30,7	23,4	23,9	32,1	42,1	46,9
3. gestioni patrimoniali	5,1	4,2	4,8	6,6	7,9	7,8
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	3,8	3,8	4,3	6,0	10,1	13,3
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	12,6	12,3	13,1	9,4	7,6	6,8
e) altri servizi	37,5	44,2	42,7	38,8	32,6	28,8
ROE	-4,5	-2,9	1,9	5,1	9,8	9,4
ROA	0,7	1,3	1,2	1,1	1,4	1,1
			medie			
Tot comm att/tot Ricavi lordi	9,1	7,7	8,1	11,4	17,5	25,8
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	4,5	5,3	4,7	3,5	2,7	2,1
b) servizi di incasso e pagamento	19,6	19,0	18,5	15,6	12,5	12,1
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	30,3	32,8	31,3	40,2	52,8	52,2
3. gestioni patrimoniali	6,7	7,4	6,6	9,1	10,4	9,2
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	3,2	3,5	3,4	7,1	8,6	10,2
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	5,6	4,2	5,1	4,3	1,6	1,8
e) altri servizi	39,9	38,7	40,4	36,4	30,5	31,7
ROE	5,7	6,7	6,6	6,5	7,1	8,9
ROA	1,3	1,5	1,7	1,5	1,7	1,5
			piccole			
Tot comm att/tot Ricavi lordi	8,9	8,1	7,4	10,0	15,0	23,0
Incidenza sul tot.commissioni attive di						
a) garanzie rilasciate	4,7	4,0	3,9	3,0	2,7	2,2
b) servizi di incasso e pagamento	17,7	16,9	16,7	15,9	13,9	14,8
c) servizi di gestione, intermed. e consul.; di cui:	22,5	20,5	23,1	25,4	36,5	41,9
3. gestioni patrimoniali	4,9	4,3	6,3	5,9	6,8	8,1
9 gestione di organismi di inv.coll.in val.mobil.	1,4	1,0	1,1	0,0	0,0	3,6
d) esercizio di esattorie e ricevitorie	15,7	12,9	10,9	10,3	8,6	8,2
e) altri servizi	39,4	45,6	45,3	45,4	38,5	33,1
ROE	-2,1	4,4	4,6	4,5	4,6	7,6
ROA	1,0	1,8	1,8	1,5	1,8	1,3

Fonte: nostre rielaborazioni su dati di bilancio

4.5 Considerazioni di sintesi

L'analisi svolta sulle commissioni da servizi percepite dai principali gruppi creditizi italiani nel periodo 1994-1999 ha evidenziato i seguenti aspetti:

1) la crescita dei ricavi da servizi è stata intensa per la totalità dei gruppi e si è associata a una parallela crescita degli indicatori di redditività (ROA e ROE);

2) all'interno delle commissioni da servizi, le componenti che più hanno fornito un contributo in termini di valore sono le commissioni derivanti dalla gestione di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e le commissioni per gestioni patrimoniali;

3) le commissioni da servizi tradizionali – per il rilascio di garanzie, per incasso e pagamento, e per esattorie – sono cresciute, per contro, a ritmi molto più contenuti e forniscono un contributo piuttosto esiguo;

4) anche la categoria dei cosiddetti "altri servizi" è cresciuta poco; tuttavia continua a rappresentare più di un quarto delle commissioni totali. In questa categoria di ricavi vengono contabilizzati anche i ricavi di servizi - carte di credito, cash management, prodotti assicurativi, banca telefonica, ecc. - per i quali ci si attende una forte crescita e che meriterebbero un maggiore dettaglio di classificazione;

5) considerazioni analoghe valgono anche per i singoli gruppi bancari esaminati; si riscontra che la crescita dei ricavi da servizi non è omogenea e che, in prima approssimazione, essa si associa positivamente ai livelli di redditività del gruppo bancario.

L'analisi condotta sul campione aperto di circa 50 gruppi mostra che:

6) non esiste una netta relazione tra rilevanza delle commissioni da servizi e dimensione del gruppo: il rapporto tra ricavi da commissione e ricavi totali è infatti più elevato per i gruppi di medie dimensioni;

7) sono peraltro i gruppi maggiori a registrare il maggiore apporto dalla gestione di o.i.c.v.m. , confermando così l'importanza della scala operativa in questa tipologia di attività.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

Tra i fenomeni che hanno caratterizzato il 2000 sono da segnalare, da un lato, la sensibile diminuzione di risorse canalizzate dalla borsa (sia attraverso operazioni di aumento del capitale delle società quotate, sia in occasione dell'accesso alla quotazione mediante offerte di azioni al pubblico) e, dall'altro, la riduzione di risorse destinate dai risparmiatori al risparmio gestito (con i fondi comuni che per la prima volta dopo oltre un quinquennio hanno registrato una raccolta netta negativa). Nel complesso tuttavia si è assistito alla prosecuzione del processo di riallocazione della ricchezza finanziaria delle famiglie che, grazie al peso degli strumenti di risparmio gestito, si sta sempre più orientando verso strumenti caratterizzati da un livello di rischio più elevato.

Nel corso del 2000 si è altresì assistito ad un consistente incremento del volume degli scambi di titoli sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana Spa: gli scambi di azioni quotate all'MTA sono cresciuti di oltre due terzi mentre la media giornaliera degli scambi di azioni sul Nuovo Mercato è quadruplicata. Tuttavia, il segmento di mercato che ha dimostrato una dinamica più elevata è stato quello dei *covered warrant*, al quale viene dedicata una sezione apposita al termine di questo capitolo.

5.1 Emissioni lorde e nette di titoli

Nel periodo gennaio-novembre 2000 l'ammontare delle emissioni lorde di titoli di debito mostra una flessione rispetto ai due anni precedenti (TAB. 5.1). Ciò pare tuttavia determinato dalla flessione delle emissioni di titoli di Stato alla quale si accompagna un incremento delle emissioni di obbligazioni: in particolare, le emissioni di obbligazioni bancarie sono sostanzialmente in linea con quelle del 1999 e il loro peso sul totale delle emissioni lorde è comunque in crescita, attestandosi al 17,6% del totale delle emissioni lorde (contro il 16,2% di fine

---

* A cura di M. Anolli e A. Banfi.
Si ringrazia il Dott. Giovanni Petrella (Università Cattolica) per il contributo alla realizzazione dell'analisi. sui *covered warrant*.

1999). Tra i titoli di Stato si segnala una equidistribuzione tra emissioni di titoli a breve e a medio e lungo termine.

Per quanto riguarda le emissioni nette, si ha un consistente incremento delle emissioni totali rispetto all'anno precedente determinato dalla crescita delle emissioni di obbligazioni e di titoli di Stato a medio e lungo termine; per quanto riguarda le obbligazioni risultano in crescita, rispetto al 1999, le emissioni nette delle banche.

TAB. 5.1 - Emissioni lorde e nette di titoli di debito
(in migliaia di miliardi di lire)

	1999	1999 gen.-nov.	2000 gen.-nov.
EMISSIONI LORDE			
Titoli di stato	788	770	624
di cui:			
a breve termine	373	360	312
a medio/lungo termine	415	410	312
Obbligazioni	181	160	218
di cui:			
emesse dalle banche	157	140	148
TOTALE EMISSIONI LORDE	969	930	842
EMISSIONI NETTE			
Titoli di stato	15	55	54
di cui:			
a breve termine	- 35	- 24	- 9
a medio /lungo termine	50	31	63
Obbligazioni	37	37	77
di cui:			
emesse dalle banche	20	22	30
TOTALE EMISSIONI NETTE	52	92	131

Fonte: Banca d'Italia

5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nel corso del 2000 il volume di risorse fresche canalizzate dalla borsa italiana sia mediante aumenti di capitale sociale da parte di società quotate sia mediante risorse raccolte in occasione dell' accesso alla quotazione (pvs) è sensibilmente diminuito rispetto all' anno precedente, passando da 92.317 a 32.452 miliardi di lire (-64,8%). Del totale delle risorse complessivamente raccolte, circa il 23% è da ricondurre ad aumenti di capitale (l' anno precedente gli aumenti di

capitale avevano rappresentato il 46% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato, si osserva la prevalenza della Borsa sia per gli aumenti di capitale (86,2% del totale) sia, in minor misura, per le Opvs (66,2% del totale). Marginale sotto entrambi i profili è invece stato il ruolo del Mercato Ristretto, che ha visto solo 4 operazioni di aumento di capitale (e nessuna Opvs) per complessivi 291 miliardi di lire.

Il denaro raccolto con aumenti di capitale (TAB. 5.2) nei mercati gestiti da Borsa Italiana Spa (Borsa, Mercato Ristretto e Nuovo Mercato) è ammontato a 7.344 miliardi di lire a fronte di 31 operazioni, contro gli oltre 42.000 miliardi di lire a fronte di 30 operazioni nel 1999. In sensibile arretramento anche la dimensione media delle operazioni (237 miliardi di lire contro oltre 1.400 miliardi nel 1999). E' diminuita in conseguenza anche l'incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale sul controvalore degli scambi e sulla capitalizzazione, che si è attestata rispettivamente allo 0,44% e allo 0,46% (contro rispettivamente il 4,35% e il 3,06% dell'anno precedente). Le operazioni di mercato primario realizzate dalle società quotate hanno quindi ridotto di molto la loro incidenza rispetto sia alle dimensioni (capitalizzazione) sia ai flussi di scambio del mercato secondario e questo è avvenuto sia a seguito della contrazione dei volumi di attività sul mercato primario sia a seguito del sensibile aumento dell'attività di scambio sul mercato secondario. Sono venuti meno da un lato fattori di carattere straordinario (quali le conseguenze del riassetto Telecom, che hanno caratterizzato il 1999), dall'altro l'intonazione del mercato, poco brillante nella seconda metà dell'anno, che ha reso gli investitori meno propensi ad assorbire nuovi titoli e ha condotto ad un ripensamento delle politiche di ricorso al mercato da parte delle società quotate, non più certe di poter sfruttare condizioni favorevoli come nel corso del 1999 e dei primi mesi del 2000. Delle 31 operazioni di aumento di capitale del 2000, ben 20 sono state effettuate nel corso del primo semestre. Infine, come si vedrà tra poco, le operazioni di aumento di capitale hanno dovuto competere sul mercato primario con numerose (anche se non particolarmente cospicue) operazioni di collocamento iniziale.

I collocamenti di azioni con offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione (TAB. 5.2) hanno mostrato livelli record per quanto riguarda il numero e la frequenza delle operazioni, ma hanno manifestato importanti segni di flessione,

dopo il massimo raggiunto nel 1999, con riferimento al volume complessivo di risorse.

TAB. 5.2 - Flussi di denaro canalizzati dalla borsa italiana con offerte di azioni

	1999	2000
Aumenti di capitale di soc. quotate(1)		
n. operazioni	30	31
denaro raccolto (mld.)	42.379	7.344
importo medio(mld.)	1.412	237
in % della capitalizz. di fine periodo	3,06%	0,46%
in % degli scambi del periodo	4,35%	0,44%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.		
numero operazioni	24	48
denaro raccolto (mld.)	49.437	25.108
importo medio (mld.)	2.060	523
in % della capitalizz. di fine periodo	3,57%	1,58%
in % degli scambi del periodo	9,83%	1,49%

(1) Titoli quotati sul MTA, sul mercato ristretto e, dal 1999, sul Nuovo Mercato.
Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni

Si sono avute infatti 48 operazioni di Opvs per complessivi 25.108 miliardi di lire contro i quasi 50.000 miliardi di lire a fronte di 24 operazioni nel 1999. Il numero di collocamenti finalizzati alla quotazione di borsa ha raggiunto il suo massimo storico nel periodo in esame. Le operazioni di Opvs hanno riguardato principalmente piccole e medie società del settore industriale e dei servizi non finanziari. E' di conseguenza sensibilmente diminuito rispetto ai periodi precedenti l'importo medio delle operazioni che si è attestato a 523 miliardi di lire contro i 2.060 miliardi del 1999. Sebbene il dato del 1999 sia "inquinato" dal punto di vista statistico dalla dimensione del collocamento Enel, resta il fatto che la dimensione media delle offerte pubbliche iniziali si attesta nel 2000 a livelli storicamente piuttosto contenuti. Tale aspetto non è tuttavia da considerare negativamente in quanto molti importanti accessi alla quotazione degli anni recenti erano motivati non tanto dall'attrattiva in sé del mercato di borsa ma principalmente da decisioni "politiche" connesse con la strategia di privatizzazione (Enel, Eni, Telecom..) e di controllo del debito pubblico. Nel 2000, esauritosi l'impulso delle privatizzazioni, sono state le società che rappresentano il tessuto produttivo italiano (medie e piccole, appunto) a fare il loro ingresso in borsa.

In conseguenza delle nuove ammissioni, il listino della Borsa Italiana ha raggiunto il suo massimo storico in termini di numero di società quotate (297).

5.3 La gestione del risparmio

In questa sezione si prendono in considerazione tre aspetti del mercato del risparmio gestito. In primo luogo si propone l'analisi congiunturale dell'industria dei fondi comuni, quindi si analizza la composizione del portafoglio dei fondi comuni e delle gestioni individuali di patrimoni e, infine, si riportano alcune brevi considerazioni sull'impiego del *benchmark* nel processo di comunicazione dei risultati alla clientela effettuate sulla base di un questionario al quale hanno risposto 15 banche.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni di diritto italiano. Nel corso del 2000 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento mobiliare di diritto italiano è stata negativa per circa 12.500 miliardi di lire; l' anno precedente la raccolta netta era stata positiva per 119.000 miliardi di lire (TAB. 5.3).

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie, nel periodo in esame la raccolta netta è stata pari a 76.539 miliardi di lire per i fondi azionari (62.162 miliardi l' intero anno precedente), a 33.399 miliardi di lire per i fondi bilanciati (30.549 miliardi di lire l' anno precedente) e a – 133.577 miliardi di lire per i fondi obbligazionari (7.023 miliardi di lire nel 1999). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 2.015 miliardi (13.258 miliardi l' anno precedente) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata positiva per 9.124 miliardi (5.311 miliardi di lire l' anno precedente).

Il trimestre che più ha segnato l' evoluzione della raccolta netta nel corso dell' intero anno è stato il primo, nel corso del quale il pronunciato rialzo delle borse e le deludenti performance evidenziate dagli strumenti obbligazionari in concomitanza con il rialzo dei tassi di interesse hanno concorso a determinare un massiccio spostamento di risorse dai fondi obbligazionari verso i fondi azionari. Tale spostamento è poi proseguito, con ritmi tuttavia inferiori, nei mesi successivi e ha caratterizzato l' intero periodo di osservazione.

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra i seguenti valori (TAB. 5.3): per i fondi

azionari, +65,3% per i fondi bilanciati, -51,9% per i fondi obbligazionari, +9,5% per i fondi di liquidità e +167% per i fondi flessibili. Anche l'espressione della raccolta netta in percentuale del patrimonio gestito a fine periodo precedente mostra come la prima parte dell'anno (in particolare il primo trimestre) abbia fatto segnare un periodo di crisi acuta per i fondi obbligazionari.

TAB. 5.3 - Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano

Categorie di fondi	1999	2000				
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Totale
valori assoluti (in miliardi di lire)						
Azionari	62.162	43.142	10.065	13.873	9.459	76.539
Bilanciati	30.549	17.963	8.442	5.172	1.822	33.399
Obbligazionari	7.023	-72.703	-23.384	-19.181	-18.309	-133.577
Liquidità	13.258	623	-366	-2.786	4.544	2.015
Flessibili	5.311	5.391	2.424	591	719	9.124
Totale	118.302	-5.580	-2.813	-2.329	-1.765	-12.488
in % patrimonio fine periodo precedente						
Azionari	52,1	30,7	5,8	8,3	5,5	54,5
Bilanciati	62,1	35,1	13,5	7,8	2,6	65,3
Obbligazionari	-9,8	-28,3	-10,5	-9,1	-9,0	-51,9
Liquidità		2,9	-1,7	-12,9	22,4	9,5
Flessibili		98,7	28,4	6,3	7,5	167,0
Totale	10,8	-1,2	-0,6	-0,5	-0,4	-2,6

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni

La flessione dei corsi – prima quelli obbligazionari e, nella seconda parte dell'anno, anche azionari - congiunta con l'emorragia di raccolta netta che ha interessato la maggiore aggregazione di fondi italiani (quelli obbligazionari appunto), ha causato una diminuzione (-4,6%) del patrimonio netto gestito dai fondi comuni italiani rispetto all'anno precedente. Il patrimonio netto complessivo gestito dai fondi comuni di diritto italiano è infatti passato da 920.305 miliardi di lire a fine dicembre 1999 a 877.564 miliardi di lire a fine 2000. Era dal 1995 che non si osservava una riduzione del patrimonio netto su base annua (con una riduzione tuttavia più contenuta, –2,7%), mentre tale fenomeno aveva pesantemente colpito i fondi comuni italiani al termine degli anni ottanta, quando tra fine 1987 e fine 1990 il patrimonio netto gestito si contrasse di oltre il 20%. Le diverse categorie di fondi hanno mostrato comportamenti marcatamente differenziati; la variazione del patrimonio gestito (che risente sia della dinamica della raccolta netta sia della variazione del prezzo di valorizzazione degli attivi gestiti) è stata nel corso dell'anno pari a 11,0% per i fondi azionari, a 42,4% per i

fondi bilanciati, a 8,6% per i fondi di liquidità e a 40,5% per i fondi flessibili; il patrimonio netto dei fondi obbligazionari ha invece perso nel periodo circa un quarto (-24,5%) del valore che aveva a fine 1999. In corso d'anno è stato particolarmente severo per i fondi obbligazionari il primo trimestre, che invece ha visto una crescita significativa per le categorie di fondi azionari e bilanciati; nel secondo semestre del 2000 invece l'erosione del patrimonio gestito ha interessato sostanzialmente tutte le categorie di fondi.

La combinazione dell'andamento della raccolta netta fra le diverse categorie di fondi e della diversa dinamica dei corsi ha portato nel periodo esaminato a un'importante evoluzione del peso per categorie, con un ulteriore sensibile ridimensionamento del peso dei fondi obbligazionari. Questi rappresentavano a fine dicembre 2000 il 42,8% del patrimonio complessivo (51,6% a fine 1999, ma ben 73% a fine 1997); i fondi azionari il 34,4% (30,9% a fine 1999, e 22% a fine 1997), i fondi bilanciati il 16,1% (11,5% a fine 1999, ma solo il 6% a fine 1997). In poco meno di tre anni quindi la quota rappresentata dai fondi obbligazionari si è ridotta di oltre il 40%, quella dei fondi azionari è aumentata del 56% e quella dei fondi bilanciati è poco meno che triplicata. A tali categorie va aggiunta l'incidenza dei fondi di liquidità (5% del patrimonio complessivo, contro il 4,4% a fine 1999) e di quelli flessibili (1,7% rispetto all'1,3% di fine 1999).

Nel periodo esaminato è proseguito il processo di riallocazione della ricchezza finanziaria gestita per mezzo di fondi comuni da strumenti obbligazionari (che avevano rappresentato per molti investitori il prodotto di ingresso nel settore e di transizione fra il risparmio amministrato sotto forma di titoli di Stato a risparmio gestito) a strumenti caratterizzati da prospettive reddituali e rischio maggiori (fondi bilanciati e azionari). Tale processo è stato favorito, soprattutto nella prima parte dell'anno, dal cospicuo divario di *performance* relativa fra fondi obbligazionari – che hanno pagato i rialzi dei tassi di interesse e la circostanza di essere stati collocati prevalentemente in fasi di tassi di interesse calanti – e fondi azionari, che hanno beneficiato del *rally* di borsa dei mesi primaverili. Nella seconda parte dell'anno si è infine osservata una riduzione della propensione al rischio degli investitori, con un'attenuazione del ritmo di crescita della raccolta netta dei fondi azionari e bilanciati, la riduzione del tasso di uscita dai fondi obbligazionari e una forte ripresa dei fondi di liquidità.

Per quanto riguarda le società di gestione, la concentrazione del settore è elevata e in lieve riduzione nel periodo considerato: il coefficiente di concentrazione calcolato sulle prime 3, 5 e 10 società era a fine dicembre 2000 pari rispettivamente a 33,7%, 43,5% e 58,5%, contro coefficienti pari rispettivamente a 34,2%, 45,7% e 61,7% a fine 1999. Se si tiene conto della struttura proprietaria delle società di gestione (sommando il patrimonio gestito di tutte le società, giuridicamente distinte, facenti capo a singoli gruppi), il grado di concentrazione risulta invece in aumento; i primi 3 gruppi (rispettivamente Intesa con il 19%, S.Paolo-Imi con il 18,9% e Unicredito con il 13,3%), che a fine 1999 rappresentavano il 45,3%, a fine 2000 detenevano il 51,3% delle risorse complessivamente gestite; i primi 5 (comprendendo quindi anche Arca e gruppo Bipop) sono passati dal 56,7% a fine 1998 al 58,6% a fine 1999 e al 62,5% a fine 2000.

Il portafoglio dei fondi e delle gestioni individuali. La TAB. 5.4 individua la composizione del portafoglio dei fondi comuni di diritto italiano (a fine agosto 2000) e delle gestioni individuali (a fine giugno 2000). Si conferma la tendenza che vede il progressivo spostamento degli investimenti di fondi e gestioni individuali verso strumenti a maggior contenuto di rischio. In particolare, nel caso dei fondi comuni si osserva che nel complesso gli investimenti in azioni rappresentano poco meno della metà (il 45,4%) dell'intero portafoglio, e che tra i titoli di debito si ha una proporzione ormai molto simile tra titoli di Stato e obbligazioni: infatti, i primi rappresentano il 29% del portafoglio contro il 25,6% delle seconde. Infine, va osservato che gli investimenti in valuta risultano preponderanti nei portafogli dei fondi comuni raggiungendo una quota pari al 58,6% (di cui il 23,7% rappresentata da obbligazioni e il 34,9% da azioni).

Per quanto riguarda il portafoglio delle gestioni patrimoniali, si nota come siano cresciuti notevolmente gli investimenti in quote di fondi comuni, che rappresentano più della metà dell'intero portafoglio: le quote di fondi comuni sono infatti passate dal 19,3% di fine 1997 al 54,9% del giugno 2000. Con riferimento invece agli investimenti diretti in titoli, il portafoglio delle gestioni individuali vede la prevalenza dei titoli di Stato (26,1%) a cui seguono le obbligazioni (10,2%) e le azioni (8,1%). Gli investimenti in titoli in valuta hanno un peso meno consistente rispetto a quanto evidenziato per i fondi comuni: infatti,

se si escludono gli investimenti in quote di fondi comuni, i titoli in valuta rappresentano circa un quinto dell'investimento diretto in titoli. Tuttavia, è presumibile che l'incidenza degli investimenti in valuta sia comunque superiore a motivo degli investimenti "indiretti" operati attraverso la sottoscrizione di quote di fondi che, come visto, vedono la prevalenza di investimenti in titoli esteri.

TAB. 5.4 - Composizione percentuale del portafoglio dei fondi comuni e delle GPM

	1997	1998	1999	2000 (1)
	Fondi Comuni Aperti			
Titoli di stato	58,6	56,1	36,1	29,0
di cui: BOT	*4,7*	*4,5*	*1,6*	*1,5*
BTP	*21,9*	*29,0*	*20,5*	*18,1*
CCT	*12,7*	*11,5*	*8,5*	*6,1*
Obbligazioni	17,6	19,8	26,0	25,6
- in lire	1,7	1,2	1,8	1,2
- in valuta	15,9	18,6	24,2	23,7
Azioni	23,7	24,0	37,8	45,4
- in lire	11,9	11,4	10,0	10,5
- in valuta	11,8	12,6	27,8	34,9
Altre att. finanz.	0,1	0,1	0,0	0,0
Totale att. finanz.	100,0	100,0	100,0	100,0
	GPM			
Titoli di stato	59,0	44,9	31,4	26,1
di cui: BOT	*2,9*	*2,3*	*1,2*	*0,9*
BTP	*24,0*	*24,0*	*17,4*	*14,7*
CCT	*20,9*	*12,3*	*9,2*	*8,0*
Obbligazioni	14,0	11,0	10,2	10,2
- in lire	6,3	3,9	4,2	4,8
- in valuta	7,7	7,2	6,0	5,4
Azioni	7,6	6,9	8,9	8,1
- in lire	5,9	5,2	6,0	5,4
- in valuta	1,7	1,7	2,9	2,7
Altre att. finanz.	0,2	0,1	0,7	0,7
Quote di fondi	19,3	37,2	48,8	54,9
- italiani	18,2	34,6	42,5	46,9
- esteri	1,1	2,6	6,3	8,0
Totale att. finanz.	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Dati al 30/8 per i fondi comuni e al 30/6 per le GPM.
Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d' Italia.

L'utilizzo del benchmark *e i rapporti con la clientela.* Allo scopo di raccogliere prime informazioni sull' impiego del*benchmark* nel processo di

comunicazione dei risultati alla clientela e sull'influenza che questo ha sullo svolgimento del complessivo rapporto fra banca e clienti gestiti, sono state sottoposte a un *panel* di banche alcune domande all'interno di un questionario concernente la raccolta indiretta.(si veda il precedente paragrafo 3.3).

Le domande miravano a evidenziare:

- quanto la clientela impieghi normalmente il concetto di *benchmark*;
- quanto tale concetto, oltre ad essere un obbligo di natura regolamentare, può essere valorizzato nel processo di comunicazione dei risultati dei prodotti gestiti;
- quanto eventuali scostamenti negativi dal *benchmark* siano in grado di influenzare la decisione della clientela sull'evoluzione del rapporto con la banca.

Quindici banche hanno risposto al questionario. Con riferimento al primo aspetto, si rileva che l'impiego del *benchmark* è relativamente sporadico da parte della clientela (per circa la metà dei rispondenti), è abbastanza comune nell'esperienza di un terzo dei rispondenti, mentre è frequente solo in circa un caso su otto.

Coloro che hanno risposto al questionario ritengono che il benchmark possa essere uno strumento che facilita la comunicazione con la clientela; infatti nessuno si dichiara in disaccordo o poco in accordo con tale ipotesi e oltre l'80% dei rispondenti concorda pienamente o prevalentemente con tale ipotesi.

Con riferimento all'influenza che la comunicazione di risultati inferiori al *benchmark* può avere sul comportamento della clientela, la grande maggioranza (80%) dei rispondenti dichiara che il mero scostamento negativo dal *benchmark* non è sufficiente, in assenza di altri elementi di insoddisfazione del cliente, a determinare un abbandono del prodotto/servizio, mentre per il 20% dei rispondenti una serie di risultati inferiori al *benchmark* determina un abbandono del prodotto/servizio. Nessuno ha ritenuto che il *benchmark* possa essere ininfluente sulle decisioni del cliente né, all'estremo opposto, che la decisione di abbandono segua immediatamente un singolo scostamento negativo dal *benchmark*.

5.4 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana Spa è fortemente aumentato nel corso del 2000. Tale aumento è avvenuto soprattutto nei primi mesi dell'anno, mentre livelli di attività più contenuti (seppur sempre elevati con riferimento al *trend* storico) si sono osservati nei mesi estivi e autunnali.

Gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.5) sono aumentati di oltre due terzi (67,5%) e hanno superato nel periodo 1,6 milioni di miliardi di lire (circa 978.000 miliardi di lire l'intero anno precedente) con una media giornaliera pari a 6.451 miliardi (68,3% rispetto ai 3.834 miliardi di media giornaliera dell'anno precedente). Il segmento di mercato che ha mostrato la maggiore dinamica è stato il Nuovo Mercato, con scambi più che quadruplicati in media giornaliera rispetto all'anno precedente. Le azioni scambiate sul Nuovo Mercato hanno fatto registrare nel periodo contrattazioni per complessivi 56.733 miliardi di lire, con media giornaliera pari a 223 miliardi di lire. Il coefficiente di *turnover* - rapporto fra il controvalore degli scambi e la semisomma della capitalizzazione di inizio e fine periodo – per i titoli quotati in borsa è stato nel periodo in esame pari al 114% contro l'84,2% del 1999 e il 107% del 1998. Per il Nuovo Mercato il coefficiente di *turnover* è ammontato al 201%; l'elevatezza del tasso di rigiro dei titoli quotati sul Nuovo Mercato deriva sia dall'indubbio interesse che gli investitori hanno mostrato per tale segmento di mercato sia dal ridotto livello di flottante di alcuni titoli quotati e dall'effetto statistico costituito dall'ingresso di molti titoli nel corso dell'anno (e quindi dal ridotto livello di capitalizzazione all'inizio del periodo esaminato).

Il segmento di mercato con la più elevata dinamica è stato quello dei *covered warrant* con riferimento ai quali gli scambi sono passati da 27.509 a 60.177 miliardi di lire (119%) (cui è dedicato il paragrafo successivo).

Per quanto riguarda gli strumenti a reddito fisso (obbligazioni e titoli di Stato) trattati sul Mot, gli scambi di obbligazioni sono stati pari a 23.880 miliardi di lire (-11% rispetto ai 26.841 miliardi di lire l'anno precedente) e quelli di titoli di Stato a 274.730 miliardi di lire (-6,7% rispetto ai circa 294.000 miliardi di lire nel 1999). In calo anche il volume di scambi di titoli di Stato trattati sull'Mts che, rispetto al 1999 hanno mostrato una flessione pari al 18,2%, passando da

4.668.858 a 3.819.776 miliardi di lire, confermano il *trend* che ha preso avvio a partire della seconda metà degli anni Novanta.

TAB. 5.5 Scambi sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana Spa (miliardi di lire)

Strumento	1999	2000
Azioni italiane borsa	967.428	1.577.547
Azioni italiane m. ristretto	1.754	2.242
Azioni italiane NM	6.833	56.733
Totale azioni	978.014	1.638.522
Warrant	5.997	5.288
Covered warrant	27.509	60.177
Obbl.convertibili	2.101	2.209
Diritti	937	686
Obbligazioni	26.841	23.880
Tit. Stato (Mot)	294.404	274.730
Tit. Stato (Mts)	4.668.858	3.819.776
Strumenti derivati		
Fib30		
n. contratti	5.094.312	4.259.350
val.scambi	1.753.953	1.906.049
Mini-Fib		
n. contratti		358.439
val.scambi		32.502
Midex		
n. contratti	5.144	2.044
val.scambi	684	341
Mibo30		
n..contratti	2.236.241	2.842.081
val.scambi	511.526	625.737
Isoalfa		
n. contratti	1.947.931	5.871.013
val.scambi	54.487	115.074

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia e Borsa Italiana SpA

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è passato da quasi 1.754.000 miliardi di lire nel 1999 a quasi 1.906.000 miliardi di lire nel 2000 (con una media giornaliera relativa al sottostante scambiato pari a 7.505 miliardi di lire). Apprezzabile anche il volume di scambi registrato sul contratto mini-Fib, lanciato nel luglio 2000; esso ha fatto registrare scambi per 32.000 miliardi di lire, con una media giornaliera pari a 256 miliardi di lire.

Anche le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare un deciso incremento (26,1%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata da 2.014 miliardi di lire a 2.464 miliardi; per quanto riguarda il numero dei contratti si è passati da 2,24 milioni nel 1999 (8.804 contratti in media giornaliera) a 2,84 milioni di contratti nel 2000 (11.189 contratti in media giornaliera). Il valore degli scambi di opzioni su singoli titoli (contratti Isoalfa) è passato da una media giornaliera di 214 miliardi di lire a 453,28 miliardi di lire (111,7%).

In ulteriore flessione rispetto all'anno precedente è invece stata l'attività sul future Midex, passata da un controvalore pari a 684 miliardi di lire a 341 miliardi (gli scambi erano stati pari a 3.500 miliardi nel 1998), mentre il numero di contratti scambiato è passato da 5.144 (20,3 in media giornaliera) a 2.044 (8 in media giornaliera).

5.5 Il mercato dei *covered warrant* in Italia

Data la rilevanza che i *covered warrant* stanno assumendo, si ritiene opportuno in questa sede proporre una disamina del loro mercato in Italia tenuto altresì conto che, come si è detto, nel corso del 2000 si è assistito ad un forte incremento del volume degli scambi (più che raddoppiati rispetto al 1999 essendo passati da 27 mila a 60 mila miliardi di lire). I *covered warrant* sono, dopo le azioni e i titoli di Stato, gli strumenti finanziari al momento oggetto di maggior volume di scambi presso la Borsa Italiana, sebbene le loro negoziazioni nel mercato regolamentato azionario italiano siano state avviate soltanto nel giugno del 1998. Tale fenomeno può essere ricondotto alla circostanza che i *covered warrant* consentono agli investitori, anche *retail*, di speculare sulla base della volatilità attesa per i mercati azionari.

Dal punto di vista tecnico, i *covered warrant* sono opzioni cartolarizzate emesse da intermediari finanziari aventi attività sottostanti ad elevata liquidità. Essi attribuiscono al possessore la facoltà di acquistare (*covered call)* o vendere (*covered put*) una determinata attività sottostante ad un prezzo prefissato, entro o ad una certa data. L'attività sottostante può essere un'azione, un paniere di azioni, un indice borsistico, un tasso d'interesse, una *commodity*, un tasso di cambio, e

così via. Al pari delle opzioni, i *covered warrant* possono prevedere l'esercizio dell'opzione solo alla scadenza (opzione europea) oppure in ogni momento successivo all'emissione fino alla scadenza (opzione americana). L'attributo "*covered*" deriva dalla circostanza che originariamente l'emittente, per far fronte agli obblighi derivanti dall'eventuale esercizio dell'opzione, era tenuto a coprirsi detenendo le attività sottostanti al fine di soddisfare gli obblighi di consegna – nel caso di un *covered call* – semplicemente attingendo al proprio magazzino titoli. Nella realtà, tuttavia, l'emittente si copre oggi con modalità diverse che raramente implicano il possesso dell'attività sottostante.

Rispetto ai *warrant* ordinari, i *covered* presentano numerose e importanti differenze. Innanzitutto, l'emittente del *covered* – diversamente dai *warrant* tradizionali – non coincide con l'emittente dell'attività sottostante, ma è un intermediario finanziario che non presenta alcun collegamento con gli emittenti delle attività sottostanti. Inoltre, per un'emissione di *covered warrant* non è necessario il consenso dell'emittente in quanto le attività sottostanti sono già in circolazione, e non di nuova emissione. Di conseguenza, il premio spetta all'emittente del *covered warrant*, senza coinvolgere in alcun modo l'emittente dell'attività finanziaria sottostante. A differenza ancora dei *warrant*, che implicano il ritiro del titolo oggetto di esercizio, i *covered warrant* prevedono il regolamento differenziale a scadenza. Infine, i *covered* possono anche attribuire al possessore la facoltà di vendere il sottostante (*put covered warrant*), diversamente dai *warrant* ordinari che tipicamente attribuiscono la facoltà di acquistare azioni (di nuova emissione o già emesse) della società emittente.

Se raffrontati alle *option*, i *covered warrant* presentano maggiori affinità: infatti, i principi di funzionamento, il rischio di mercato e, con qualche adattamento, le modalità di *pricing* dei *covered warrant* coincidono con quelli delle opzioni. Tuttavia dalle *option* si differenziano per la natura "cartolarizzata", ossia per il fatto che il *covered warrant* è un titolo e non un contratto scambiato su un mercato di derivati: i *covered warrant* sono, infatti, titoli emessi da un'istituzione finanziaria e non, come le opzioni, posizioni contrattuali aperte presso la clearing *house* di un mercato di derivati. La circostanza che i *covered warrant* siano rappresentati da titoli – quand'anche dematerializzati – implica a sua volta che: non è possibile assumere posizioni corte in *covered warrant*, ossia porsi come *writer* del contratto d'opzione; le negoziazioni si svolgono in mercati a

pronti (sovente in mercati azionari) e non, come invece ci si potrebbe attendere dato il contenuto opzionale del titolo, in mercati di strumenti derivati; i *covered warrant* in circolazione (ossia negoziabili) coincidono con quelli emessi (inizialmente o in fasi successive), mentre il volume di opzioni in circolazione non è fisso, ma varia in relazione alle posizioni aperte sul mercato (*open interest*).

Altre differenze significative tra i *covered warrant* e le opzioni sono riscontrabili in termini di scadenza, parità, modalità di liquidazione e di esercizio nonché di negoziazione.

La scadenza è tipicamente più elevata per i *covered warrant* che per le opzioni. I primi presentano scadenze comprese tra uno e cinque anni, mentre, ad esempio, presso l'Idem della Borsa Italiana sono quotate per le *option* le quattro scadenze trimestrali del ciclo marzo, giugno, settembre e dicembre e le due scadenze mensili più prossime.

La parità, o multiplo, indica il numero di *covered warrant* necessario per acquistare (o vendere) un'unità del sottostante. Le parità maggiormente usate nel mercato italiano sono 10 nel caso delle azioni e 100 nel caso degli indici; ossia, è necessario acquistare 10 *covered warrant* per disporre della facoltà di acquistare (o di vendere) 1 azione sottostante ed è necessario acquistare 100 *covered warrant* per disporre della facoltà di acquistare (o di vendere) 1 unità di un indice sottostante. Recentemente la Borsa Italiana, con regolamento in vigore dall'11 ottobre 2000, ha modificato le condizioni di ammissione di *covered warrant* imponendo agli emittenti di adottare la parità 1:10 per i *covered warrant* aventi come sottostante azioni italiane e la parità di 1:10.000 per quelli aventi come sottostante indici italiani. In tal modo si riduce l'entità del premio unitario del *covered warrant* favorendone la liquidità soprattutto in presenza di attività sottostanti – si pensi in particolare alle azioni - con prezzi di mercato in valore assoluto elevati. Le opzioni, invece, prevedono tipicamente rapporti di esercizio unitari e, pertanto, il concetto di parità è poco diffuso nel mercato delle opzioni.

Le modalità di liquidazione dei *covered warrant* prevedono, tipicamente, il regolamento dell'importo differenziale a scadenza. Diversamente, la liquidazione delle opzioni su azioni negoziate (segnatamente le opzioni ISOalfa scambiate sull'Idem) avviene mediante la consegna fisica dei titoli. Inoltre, i *covered warrant* – nella quasi totalità dei casi – devono essere esplicitamente esercitati tramite l'invio di una dichiarazione d'esercizio da parte del possessore, mentre le

opzioni negoziate sull'Idem (sia sull'indice che sui singoli titoli) sono esercitate automaticamente a scadenza se *in-the-money*. Al riguardo, le richiamate modifiche regolamentari disposte dalla Borsa Italiana hanno altresì previsto, tra le condizioni di ammissione alla quotazione dei *covered warrant*, l'esercizio a scadenza automatico (quando ovviamente l'opzione è *in-the-money*).

Infine, i *covered warrant* sono negoziati fino al quinto giorno feriale antecedente la data di scadenza, mentre le opzioni sull'Idem sono negoziate fino al giorno precedente la data di scadenza (per le opzioni ISOalfa) o al giorno della scadenza (per l'opzione MIBO30).

La TAB. 5.6 riporta in modo schematico le differenze appena esposte.

TAB. 5.6 – Confronto tra *covered warrant* e opzioni negoziate in mercati regolamentati

Opzione	*Covered warrant*
È un contratto rappresentato da una registrazione contabile presso una *clearing house* (la Cassa di Compensazione e Garanzia, CCG, in Italia)	È un titolo emesso da un intermediario finanziario che incorpora un contratto d'opzione
È negoziata sui mercati derivati	È negoziato sui mercati azionari
Opera attraverso un sistema di margini	Opera come uno strumento a pronti
Ogni soggetto può in ogni momento aprire posizioni corte	L'emittente è tipicamente venditore netto.
Scadenze pari o inferiori ad un anno	Scadenze anche superiori ad un anno
La parità (o rapporto di conversione o *ratio*) rispetto al sottostante è generalmente pari ad uno	La parità (o rapporto di conversione o *ratio*) rispetto al sottostante è generalmente inferiore ad uno

Tenuto conto delle possibili combinazioni tra tipologie di attività sottostanti, modalità di esercizio, scadenze, nonché tipo di opzione e prezzo di esercizio, si può avere un numero estremamente elevato di *covered warrant* potenzialmente emettibili, come è del resto suffragato dall'evidenza per il mercato italiano nel quale, al 31 dicembre 2000, a fronte di numero relativamente esiguo di emittenti (solamente 13) sono quotati 3107 *covered warrant* (che salgono a 3791 a fine gennaio 2001) (TAB. 5.7). Ciò comporta che al momento, in media, ciascun emittente ha portato in quotazione poco meno di 300 *covered warrant*.

TAB 5.7 - *Covered warrant* quotati alla Borsa Italiana e numerosità degli emittenti

	giu-98	dic-98	giu-99	dic-99	giu-00	dic-00	gen-01
n. cw quotati	10	122	568	1565	1911	3107	3791
n. emittenti	1	3	5	7	9	13	13
n. medio di cw per emittente	10	41	114	224	212	239	292

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

Va altresì osservato che i *covered warrant* – diversamente dalle azioni – non sono distribuiti in sede di mercato primario attraverso una formale procedura di sottoscrizione: essi, nella quasi totalità dei casi, sono direttamente collocati dall'emittente attraverso il book di negoziazione del mercato secondario (sul quale l'emittente agisce in veste di *market maker*). Non si ha, pertanto, una formale differenziazione tra mercato primario e mercato secondario: il primo giorno di quotazione l'emittente offre la quantità emessa in sottoscrizione dal lato "lettera" del book di borsa. Il collocamento coincide, quindi, con l'avvio delle negoziazioni.

Come ancora rilevabile dalla TAB. 5.7, va sottolineata sia la progressione assunta dall'emissione di *covered warrant* (dai 10 *covered warrant* quotati alla Borsa Italiana a giugno 1998 si è passati agli oltre 1500 di fine 1999 e ai poco meno di 4000 del gennaio 2001) sia degli emittenti (dall'unico emittente del giugno 1998 agli attuali 13 emittenti).

Con riferimento alla natura e alla morfologia dei *covered warrant* quotati in Italia, le TABB. 5.8 e 5.9 presentano (al 31 gennaio 2001) la loro ripartizione per tipo di facoltà e natura delle attività sottostanti, sia come numero e sia come controvalore in circolazione.

Si osserva, in primo luogo, che i *covered warrant* con facoltà *call* (pari a 2.697) sono di gran lunga in numero superiore a quelli con facoltà *put* (pari a 1.080) rappresentando una quota del 71,4% del totale. Per quanto riguarda la ripartizione per natura delle attività sottostanti, si evidenzia la preponderanza delle azioni italiane, che rappresentano il 71,8% del numero di emissioni, mentre le azioni estere rappresentano il 12,5%, gli indici italiani il 6% e il 7,1%, gli indici esteri (TAB. 5.8) .

TAB 5.8 - *Covered warrant* quotati per facoltà e categoria di sottostante

Dati al 31.1.2001	Azioni italiane	Azioni straniere	Indici italiani	Indici stranieri	Altre attività	Totale
Call						
n.	1986	368	126	148	69	2697
% su cw quotati	52,6	9,7	3,3	3,9	1,8	71,4
Put						
n.	726	106	99	119	30	1080
% su cw quotati	19,2	2,8	2,6	3,2	0,8	28,6
Totale						
n.	2712	474	225	267	99	3777
% su cw quotati	71,8	12,5	6,0	7,1	2,6	100

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana. Dati al 31.1.2001.

Per quanto riguarda il controvalore (di poco inferiore ai 17 miliardi di euro a fine gennaio 2001) si evidenzia che, a fronte di una ripartizione sostanzialmente identica a quella del numero tra strumenti aventi facoltà *call* e quelli con facoltà *put* (69,6% la prima e 30,4% la seconda), risulta maggiore il peso dei *covered warrant* aventi come sottostante degli indici di borsa; essi, infatti, rappresentano il 29,1% del totale (contro il 13,1% in termini di numero di strumenti) determinato soprattutto dall'incidenza dei *covered* aventi facoltà *put* (emessi in seguito alla mutata "intonazione" dei mercati borsistici avvenuta a partire dalla primavera del 2000).

TAB. 5.9 - Controvalore dei *covered warrant* quotati per facoltà e categoria di sottostante (controvalore valutato al prezzo di riferimento del 31.1.2001)

Dati al 31.1.2001	Azioni italiane	Azioni straniere	Indici italiani	Indici stranieri	Altre attività	Totale
Call						
mln. di euro	8677	1417	731	699	250	11774
%	51,	8,4	4,3	4,1	1,5	69,6
Put						
mln. di euro	1451	174	1523	1969	37	5154
%	8,6	1,0	9,0	11,6	0,	30,4
Totale						
mln. di euro	10128	1591	2254	2668	287	16928
%	59,8	9,4	13,3	15,8	1,7	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

TAB. 5.10 - *Covered warrant* quotati per emittente e categoria di sottostante

Dati al 31.1.2001	Azioni italiane	Azioni straniere	Indici italiani	Indici stranieri	Altre attività	Totale

ABN Amro Bank						
n.	192	-	30	-	-	222
%	5,1	-	0,8	-	-	5,9
Banca Commerciale Ital.						
n.	93	-	10	16	-	119
%	2,5	-	0,3	0,4	-	3,2
Banca IMI						
n.	71	-	10	4	6	91
%	1,9	-	0,3	0,1	0,2	2,4
BNP Paribas						
n.	173	-	12	7	-	192
%	4,6	-	0,3	0,2	-	5,1
Caboto						
n.	52	8	3	17	-	80
%	1,4	0,2	0,1	0,5	-	2,1
Citibank						
n.	556	139	70	58	9	832
%	14,7	3,7	1,9	1,5	0,2	22,0
Credit Lyonnais						
n.	185	34	-	-	-	219
%	4,9	0,9	-	-	-	5,8
Deutsche Bank						
n.	53	-	-	-	2	55
%	1,4	-	-	-	0,1	1,5
Dresdner Bank						
n.	176	-	6	4	-	186
%	4,7	-	0,2	0,1	-	4,9
Goldman Sachs						
n.	59	30	-	-	-	89
%	1,6	0,8	-	-	-	2,4
Lehman Brothers						
n.	24	-	-	-	-	24
%	0,6	-	-	-	-	0,6
Merrill Lynch						
n.	-	-	-	-	8	8
%	-	-	-		0,2	0,2
Société Générale						
n.	470	27	22	46	20	585
%	12,4	0,7	0,6	1,2	0,5	15,5
UBS AG						
n.	28	-	-	29	-	57
%	0,7	-	-	0,8	-	1,5
Unicredito Italiano						
n.	580	236	62	86	54	1018
%	15,4	6,2	1,6	2,3	1,4	27,0
Totale						
n.	2712	474	225	267	99	3777
%	71,8	12,5	6,0	7,1	2,6	100,0

Fonte: elaborazioni su dati Borsa Italiana.

La TAB. 5.10 riporta il numero di tali strumenti distinti per categoria di sottostante e per emittente. Si osserva che il mercato appare significativamente concentrato dal momento che tre emittenti (Unicredito, Citibank e Société

Générale) hanno portato in quotazione quasi il 65% dei *covered warrant* negoziati. Al riguardo, va altresì osservato che nel luglio del 2000 i primi tre emittenti (a fronte dei 9 emittenti attivi) rappresentavano oltre il 70% del mercato; pertanto, l'incremento del numero di emittenti registratosi negli ultimi sei mesi non ha ancora prodotto una rilevante riduzione del livello di concentrazione del mercato[1].

FIG. 5.1 - Scambi di *covered warrant* e incidenza % sugli scambi dell'MTA

La numerosità dei *covered warrant* quotati e il crescente volume delle negoziazioni ha portato la Borsa Italiana ad istituire nel febbraio del 2000 uno specifico segmento di mercato ad essi dedicato (Mercato telematico dei *Covered Warrant*, MCW); inoltre, nel luglio del 2000 è stata adottata una piattaforma telematica potenziata per consentire la negoziazione di un numero crescente di covered warrant.

Per quanto riguarda gli scambi, la FIG. 5.1 pone in relazione il controvalore di questi ultimi con la loro incidenza percentuale sugli scambi di

[1] Per quanto riguarda la quota degli emittenti in relazione al controvalore dei warrant scambiati, le rilevazioni disponibili indicano che a fine gennaio 2001 i primi tre emittenti dispongono di una quota di mercato attorno al 70%, pertanto coerente con quanto precedentemente osservato per la numerosità dei covered warrant quotati.

azioni sull'MTA; tale confronto appare giustificato alla luce della circostanza che, come visto, la maggioranza dei *covered warrant* presenta come attività sottostante le azioni italiane. Si evidenzia come, nel complesso, anche la percentuale degli scambi di *covered warrant* risulti essere significativamente variabile, con valori compresi tra il 2% e il 4-4,5%.

Al fine di ricercare dei fattori esplicativi della negoziazione di *covered warrant*, visto che i controvalori scambiati non sono linearmente dipendenti dagli scambi azionari, si prende in considerazione l'andamento dell'indice azionario.

FIG. 5.2 - Scambi di covered warrant e andamento dell'indice Mib30

Per il periodo giugno 1998-gennaio 2001, l'andamento mensile del volume di *covered warrant* scambiati presso la Borsa Italiana e l'andamento dell'indice Mib30 evidenziano una correlazione molto elevata (pari all'81%) che vede, appunto, forti volumi di scambi in corrispondenza di andamenti positivi dell'indice e viceversa una loro riduzione nelle fasi di mercato caratterizzate da *performance* meno brillanti (FIG. 5.2). Tale fenomeno appare spiegato dalla circostanza che in Italia gli utilizzatori principali di *covered warrant* sono

risparmiatori individuali (clientela *retail*) che li usano come strumento speculativo in modo molto poco sofisticato.

Poiché i *covered warrant* sono forme di opzioni, vi è altresì da attendersi un maggior volume di scambi in corrispondenza di più elevati livelli di volatilità dal momento che – come noto – la negoziazione di opzioni trova nella volatilità dell'attività sottostante una delle principali motivazioni. Ciò nonostante dalla correlazione tra l'andamento degli scambi di *covered warrant* e la volatilità storica del mercato, si rileva un legame estremamente modesto per tutto il periodo considerato; se, però, si prende in considerazione il periodo che va dal novembre 1999 al gennaio 2001 (nel corso del quale gli scambi di *covered warrant* diventano più intensi) il livello della correlazione cresce considerevolmente. Tale osservazione, comunque, non può da sola fornire indicazioni precise dal momento che il processo decisionale di un soggetto che negozia in *covered warrant* (come per qualunque forma di opzione) fa perno non tanto sulla volatilità storica quanto piuttosto sulla volatilità attesa.

6. LA TASSAZIONE DELLE ATTIVITA' FINANZIARIE IN EUROPA*

Il problema della tassazione delle attività finanziarie nei Paesi dell'Unione Europea è diventato più rilevante con la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la crescente integrazione dei mercati. Il dibattito politico ed economico, in ambito comunitario, è sfociato nella proposta di una direttiva, volta ad assicurare un livello minimo di tassazione del risparmio e a contrastare i fenomeni di concorrenza fiscale dannosa (si veda O.M. n. 1/2000). In questo capitolo viene offerta una panoramica della situazione attuale nei singoli Paesi dell'U.E., diretta ad illustrare il trattamento fiscale dei risparmiatori residenti e non residenti in ciascuno stato membro, in modo da individuare aspetti comuni e differenze tra i diversi ordinamenti nonché l'esistenza di norme volte ad attrarre investimenti di portafoglio dagli altri stati. L'analisi inoltre si propone di verificare se nel corso degli anni Novanta si sia manifestata una certa convergenza nel trattamento fiscale dei redditi delle attività finanziarie.

6.1. La tassazione dei residenti sui redditi di fonte interna

L' analisi delle modalità di tassazione dei redditi di fonte interna delle attività finanziarie percepiti dai residenti nei 15 paesi dell'Unione Europea è condotta separatamente per le tre categorie principali di proventi da investimenti finanziari: interessi, dividendi e guadagni di capitale.

Interessi. La tassazione degli interessi di fonte interna percepiti dai residenti si presenta disomogenea nei diversi paesi europei, i quali si basano su modelli alternativi, dalla *comprehensive income taxation* alla *dual income taxation* (TAB. 6.1). Il sistema più diffuso è quello della *comprehensive income taxation,* secondo il quale gli interessi sono assoggettati ad imposizione personale e progressiva, dunque rientrano nel reddito complessivo del contribuente. Tale sistema è adottato in Danimarca, Germania, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Regno Unito e Spagna, con alcune varianti. Germania, Irlanda, Regno Unito e Spagna prevedono, ad esempio, una ritenuta d'acconto (*withholding tax*) alla

* A cura di M. F. Ambrosanio e G. Turati. Le informazioni relative ai singoli ordinamenti tributari sono state raccolte dal Dott. F. Rocca.

fonte, come anticipo della tassazione ordinaria. In alcuni casi, la progressività è attenuata dalla presenza di fasce di esenzione, come in Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi.

Una seconda modalità di tassazione degli interessi consiste nell'offrire ai risparmiatori l'opzione tra la *comprehensive income taxation*, con l'applicazione o meno di ritenute d'acconto, e il regime cedolare *(final withholding tax)*, mediante applicazione di una ritenuta alla fonte a titolo di imposta. Questo modello è adottato dal Belgio, dalla Francia e dal Portogallo.

Un altro gruppo di paesi (Italia, Austria, Grecia e Finlandia) prevede invece l'assoggettamento degli interessi a ritenute definitive a titolo di imposta o ad imposte sostitutive ad opera dell'intermediario incaricato del pagamento.

Infine, la Svezia adotta il modello della *Dual Income Taxation*, in cui gli interessi sui depositi e gli interessi obbligazionari, unitamente ai dividendi e alle plusvalenze, vanno a costituire l'aggregato redditi di capitale, soggetto ad un prelievo di tipo proporzionale.

Solo pochi Paesi, tra i quali Grecia e Italia, prevedono diversità di trattamento a seconda che si tratti di interessi sui depositi o interessi da obbligazioni.

Date le aliquote nominali d'imposizione, qualche indicazione interessante si può ottenere calcolando l'aliquota effettiva d'imposta su un dato ammontare di interessi in ciascun Paese. La TAB. 6.2 illustra il carico fiscale effettivo, in ciascun Paese, su un ammontare di interessi da obbligazioni pari a 2.500 euro. Per i Paesi che prevedono la tassazione ordinaria, si è considerato il caso di un contribuente con aliquota marginale massima dell'imposta personale sul reddito; per i Paesi che prevedono l'opzione tra ritenuta alla fonte definitiva e tassazione ordinaria progressiva, si è considerata la prima alternativa, in quanto più favorevole per il contribuente.

Le aliquote effettive sugli interessi si presentano molto disomogenee, comprese tra zero e 49,1%.

Solo in sei Paesi – Belgio, Germania, Grecia, Italia, Lussemburgo e Portogallo – risultano aliquote effettive (su 2.500 euro di interessi da obbligazioni) inferiori o uguali al 20%; in Germania e Lussemburgo, tale esito è imputabile alla presenza di franchigie abbastanza elevate, pari rispettivamente a 3.119 e 1.487 euro. In quattro Paesi – Austria, Finlandia, Francia e Svezia – le

TAB. 6.1 - La tassazione degli interessi di fonte interna dei residenti

Paesi	Modalità di tassazione	Annotazioni
Austria	RD 25%	
Belgio	TO con RA 15%; opzione RD 15%	Esenti i primi 1.388 euro di interessi su alcune categorie di depositi a risparmio
Danimarca	TO senza RA	
Finlandia	RD 29%	
Francia	TO senza RA; opzione RD 25%	RD sale al 62% per gli interessi sui titoli del Tesoro e sui buoni di cassa se il percettore non è identificato
Germania	TO con RA 31,65%	Esenti i primi 3.119 euro per un singolo (6.238 per una famiglia)
Grecia	RD 15% per i depositi; RD 10% per le obbligazioni	Gli interessi sulle obbligazioni convertibili e sui profit-sharing bonds sono tassati con RD 15%
Irlanda	TO con RA 22%	RD 20% sugli interessi da depositi speciali fino a 88.882 euro; la ritenuta non si applica sugli eurobonds
Italia	RD 27% per i depositi; per le obbligazioni, RD 12,5%-27% o IS 12,5%	RD 12,50% per obbligazioni con scadenza oltre 18 mesi; RD 27% per obbligazioni con scadenza entro 18 mesi; IS 12,50% per obbligazioni di banche e società quotate oltre i 18 mesi e per titoli di Stato
Lussemburgo	TO senza RA	Esenti i primi 1.487 euro per un singolo (2.974 per una famiglia); RA 25% per gli interessi da profit-sharing bonds, esclusi quelli erogati da una holding lussemburghese o da una società di investimento
Paesi Bassi	TO senza RA	Esenti i primi 454 euro per un singolo (908 per una famiglia); RA 25% per interessi da profit-sharing bonds
Portogallo	RD 20%; opzione TO con RA 20%	Ritenuta 25% per interessi da obbligazioni emesse prima del 15 ottobre 1994
Regno Unito	TO con RA 20%	RD 20% se l'aliquota marginale del contribuente è inferiore al *basic rate* (23%); esenti gli interessi su eurobond quotati e su titoli della Corona
Spagna	TO con RA 18%	Esenti gli interessi sui buoni del Tesoro
Svezia	TS 30% con RA 30%	RA non si applica alle obbligazioni

Legenda: RD = ritenuta alla fonte definitiva; RA= ritenuta alla fonte a titolo d'acconto e successiva tassazione ordinaria; IS = imposta sostitutiva; TO = tassazione ordinaria ad aliquota progressiva; TS = tassazione separata

Fonte: IBFD, *Guides to European Taxation*, Vol. 3, Taxation of private investment income, 2000; PriceWaterhouseCoopers, *Worldwide Summaries*, Individual Taxes 1999-2000; dati aggiornati ad agosto 2000

aliquote effettive sono comprese tra il 25% e il 30%. Nei restanti Paesi – Danimarca, Irlanda, Paesi Bassi, Regno Unito e Spagna – le aliquote variano tra il

39% ed il 49%. Si tratta di quei Paesi dove è prevista l'inclusione degli interessi nella base imponibile dell'imposta personale e progressiva, ma non è prevista nessuna franchigia (che invece, come si è detto, opera in Germania e Lussemburgo).

TAB. 6.2 - Aliquote effettive su 2.500 euro di interessi da obbligazioni
(risparmiatore residente)

Paesi	Franchigia	Ritenuta alla fonte	Aliquota massima imposta personale	Imposta personale al netto ritenuta	Interessi netti	Aliquota effettiva in %
Austria	-	625.0	-	-	1875.0	25,0
Belgio	-	375.0	-	-	2125.0	15,0
Danimarca	-	-	0.39	975	1525.0	39,0
Finlandia	-	725.0	-	-	1775.0	29,0
Francia	-	625.0	-	-	1875.0	25,0
Germania	3.119	-	-	-	-	0,0
Grecia	-	250.0	-	-	2250.0	10,0
Irlanda	-	550.0	0.44	550	1400.0	44,0
Italia	-	312.5	-	-	2187.5	12,5
Lussemburgo	1.487	-	0.46	466	2034.0	18,6
Paesi Bassi	454	-	0.60	1.228	1272.0	49,1
Portogallo	-	500.0	-	-	2000.0	20,0
Regno Unito	-	500.0	0.40	500	1500.0	40,0
Spagna	-	450.0	0.48	750	1300.0	48,0
Svezia	-	-	0.30	750	1750.0	30,0

Fonte: nostre elaborazioni

Tale regime impositivo sembra, almeno in linea di principio, il più oneroso, soprattutto nel caso di contribuenti che conseguono redditi complessivi assoggettati ad aliquote marginali elevate. In realtà, il problema della tassazione ordinaria delle rendite finanziarie sta nel fatto che, in assenza di adeguati sistemi di controllo, se è prevista la ritenuta alla fonte, essa spesso diviene definitiva, il che ne può spiegare il livello talora elevato. Ad esempio, in Francia, l'anonimato "si paga" con una ritenuta definitiva pari al 62% e il monitoraggio dell'amministrazione finanziaria è efficace. Nei casi in cui non è prevista alcuna ritenuta d'acconto, come in Lussemburgo, Paesi Bassi e Danimarca, è probabile che gli interessi riescano ad evadere la tassazione ordinaria e, quindi, risultino di fatto esenti. Ad esempio, in Lussemburgo non è previsto né l'obbligo del deposito titoli presso gli intermediari né lo scambio di informazioni tra amministrazione

finanziaria e intermediari; al contrario, in Danimarca, il sistema di controlli da parte del Fisco sembra essere molto efficace.

Dividendi. Il trattamento fiscale dei dividendi di fonte interna dei residenti nei paesi dell'Unione europea è anch'esso articolato in diversi modelli, ciascuno con proprie sfumature (TAB. 6.3). In particolare, le modalità di tassazione osservate possono essere classificate come segue:

a) inclusione dei dividendi nella base imponibile dell'imposta personale e progressiva sul reddito (Belgio, Francia, Germania, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna). Ad eccezione della Francia, in tutti gli altri Paesi è prevista l'applicazione di una ritenuta alla fonte a titolo d'acconto, detraibile in sede di determinazione dell'imposta personale del percettore. Il Belgio concede al contribuente anche l'opzione per una ritenuta definitiva;
b) tassazione separata dei dividendi (Finlandia, Regno Unito, Danimarca e Svezia), con aliquote proporzionali. In Danimarca, è prevista una ritenuta definitiva del 25% per un ammontare di dividendi fino a 4.982 euro;
c) tassazione mediante ritenuta alla fonte definitiva (Austria, Italia e Portogallo); Italia e Portogallo concedono ai contribuenti l'opzione per la tassazione ordinaria;
d) non imponibilità dei dividendi in capo al percettore (Grecia).

In merito alla tassazione dei dividendi, assume poi rilevanza la presenza di meccanismi finalizzati ad eliminare o attenuare il fenomeno della doppia tassazione, prima in capo alla società e poi in capo all'azionista. Nell'Unione europea si possono individuare due gruppi di paesi, ciascuno dei quali prevede comunque al proprio interno caratteristiche differenti:

a) paesi che adottano il cosiddetto *sistema classico*, di doppia tassazione dei dividendi. Rientrano in questo gruppo Austria, Belgio, Danimarca, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi e Svezia. Il Lussemburgo ed i Paesi Bassi concedono delle franchigie (rispettivamente pari a 1.487 e 454 euro); inoltre, il Lussemburgo prevede un abbattimento del 50% dei dividendi, purché distribuiti da società soggette all'aliquota ordinaria dell'imposta sui profitti societari;

b) paesi che ricorrono al *sistema dell'imputazione*, secondo il quale, l'imposta pagata dalla società sugli utili distribuiti viene imputata, parzialmente o totalmente, all'imposta personale del percettore attraverso il riconoscimento di

TAB. 6.3 - La tassazione dei dividendi di fonte interna percepiti dai residenti

Paesi	Modalità di tassazione
Austria	RD 25%. Nessun credito d'imposta
Belgio	TO con RA 15% - 25%; opzione RD 15% - 25%. RD 15% per le azioni emesse dopo il 1 gennaio 1994. Nessun credito d'imposta
Danimarca	TS 40% con RA 25%. RD 25% fino a 4.982 euro. Nessun credito d'imposta
Finlandia	TS 29% senza RA. Credito d'imposta del 40,85%
Francia	TO senza RA. Esenti i primi 1.220 euro per un singolo (2.440 per una famiglia). Credito d'imposta del 50%
Germania	TO con RA 26,38%. Esenti i primi 3.119 euro per un singolo (6.238 per una famiglia). Credito d'imposta del 42,8%
Grecia	Non imponibili
Irlanda	TO con RA 22%. Nessun credito d'imposta
Italia	RD 12,5%; opzione TO senza RA. Credito d'imposta del 58,73%
Lussemburgo	TO con RA 25%. Esenti i primi 1.487 euro per un singolo (2.974 per una famiglia). Nessun credito d'imposta, ma il 50 % dei dividendi non è imponibile se essi sono distribuiti da società residenti sottoposte all'imposta sui profitti con aliquota ordinaria
Paesi Bassi	TO con RA 25%. Esenti i primi 454 euro per un singolo (908 per una famiglia); RD 25% senza esenzione per dividendi da partecipazioni qualificate. Nessun credito d'imposta
Portogallo	RD 25%; opzione TO con RA 25%. Dividendi da società quotate o da società in via di privatizzazione imponibili solo per il 50%. Credito d'imposta del 28,23%
Regno Unito	TS 10% - 32,5% senza RA. TS 10% per individui con aliquota marginale inferiore al *basic rate* (23%); medesimo trattamento per i proventi da profit-sharing bonds. Credito d'imposta dell'11,11%
Spagna	TO con RA 25%. Credito d'imposta del 40%
Svezia	TS 30% con RA 30%. Nessun credito d'imposta

Legenda: RA= ritenuta alla fonte a titolo d'acconto; RD= ritenuta alla fonte definitiva; TO= tassazione ordinaria ad aliquota progressiva; TS= tassazione separata

Fonte: IBFD, *Guides to European Taxation*, Vol. 3, Taxation of private investment income, 2000; PriceWaterhouseCoopers, *Worldwide Summaries*, Individual Taxes 1999-2000; dati aggiornati ad agosto 2000

un credito d'imposta; rientrano in questo gruppo Finlandia, Francia, Germania, Portogallo, Regno Unito e Spagna. Solo la Finlandia e la Germania riconoscono al

risparmiatore il recupero integrale dell'imposta sulla società; gli altri paesi applicano invece un credito d'imposta parziale.

L'Italia costituisce un caso particolare nel quale i due sistemi convivono. Il sistema di tassazione cedolare si configura infatti come un sistema di doppia imposizione dei dividendi; ma se si opta per l'inclusione dei dividendi nella base imponibile dell'IRPEF, viene riconosciuto un credito d'imposta, sia pure parziale.

TAB. 6.4 - Aliquote effettive su 1.000 euro di dividendi
(risparmiatore residente)

Paesi	ts (%)	Ts	D	F	Rf	CI	BI	Tp	Dn	Te
Austria	34,0	340	660	-	165	-	-	-	495	50,5
Belgio	40,0	400	600	-	90	-	-	-	510	49,0
Danimarca	32,0	320	680	-	170	-	-	-	510	49,0
Finlandia	29,0	290	710	-	-	290	1.000	0	710	29,0
Francia	36,6	366	634	1.220	-	0	0	0	634	36,6
Germania	30,0	300	700	3.119	0	0	0	0	700	30,0
Grecia	40,0	400	600	-	-	-	-	-	600	40,0
Irlanda	24,0	240	760	-	167	-	760	167	426	57,4
Italia (1)	37,0	370	630	-	79	0	0	0	551	44,9
Lussemburgo	31,2	312	688	1.487	-	-	0	0	688	31,2
Paesi Bassi	35,0	350	650	454	49	-	196	69	532	46,8
Portogallo	32,0	320	680	-	170	0	0	0	510	49,0
Regno Unito	30,0	300	700	-	-	78	778	175	525	47,5
Spagna	35,0	350	650	-	162	260	910	15	473	52,7
Svezia	28,0	280	720	-	216	-	720	0	504	49,6

(1) Non si tiene conto dell'IRAP

Legenda: ts = aliquota imposta societaria, Ts = imposta societaria;D = dividendi al netto imposta societaria; F = franchigia; Rf = ritenuta alla fonte; CI = credito d'imposta;BI = dividendi che entrano nella base imponibile dell'imposta personale; Tp = imposta personale al netto della ritenuta alla fonte e del credito d'imposta; Dn = dividendi netti; te = aliquota effettiva

Fonte: nostre elaborazioni

La TAB. 6.4 illustra le aliquote effettive su 1.000 euro di dividendi. Esse dipendono dall'aliquota dell'imposta societaria, dalla presenza e dalla misura delle ritenute alla fonte, dalla presenza e dalla misura del credito d'imposta, dalla presenza di fasce di esenzione, dall'aliquota massima dell'imposta personale sul reddito nel caso di tassazione ordinaria.

Solo in 5 Paesi – Finlandia, Germania, Lussemburgo, Francia e Grecia – le aliquote effettive sono inferiori (o uguali) al 40%. Infatti, i risparmiatori finlandesi scontano una tassazione separata con aliquota del 29% e recuperano

TAB. 6.5 - La tassazione dei *capital gains* di fonte interna dei residenti

Paesi	Modalità di tassazione
Austria	Esenti; TO per operazioni speculative (esenti i primi 436 euro); per partecipazioni qualificate, tassazione con aliquota pari alla metà dell'aliquota media applicabile al reddito complessivo dell'individuo
Belgio	Esenti; TS 33% per operazioni speculative; TS 16,50% per partecipazioni qualificate cedute a società non residenti.
Danimarca	TO per obbligazioni ed azioni detenute per meno di tre anni; TS per azioni detenute per almeno tre anni (25% fino a 4.982 euro; 40% sull'eccedenza)
Finlandia	TS 29%
Francia	TS 26%, per importi superiori a 7.622 euro; la franchigia non si applica alle plusvalenze da partecipazioni qualificate.
Germania	Esenti; TO per operazioni speculative (esenti i primi 511 euro); per le partecipazioni qualificate, tassazione come reddito straordinario (si calcola la differenza tra l'imposta sul reddito che comprende un quinto dei redditi straordinari e l'imposta sul reddito che esclude i redditi straordinari e si moltiplica tale differenza per cinque; esenti i primi 10.226 euro)
Grecia	Esenti; TS 20% per azioni non quotate.
Irlanda	TS 20%; esenti i primi 1.270 euro e le plusvalenze sui titoli pubblici
Italia	IS 12,50%; IS 27% per le partecipazioni qualificate
Lussemburgo	Esenti; TO per operazioni speculative (esenti i primi 248 euro); per le partecipazioni qualificate, tassazione come reddito straordinario con un'aliquota pari alla metà dell'aliquota marginale media applicata al reddito totale del contribuente (l'imponibile può essere ridotto fino ad un massimo di 49.579 euro su un periodo di 11 anni)
Paesi Bassi	Esenti; TO per operazioni speculative o per la vendita alla società stessa; TS del 25% per partecipazioni qualificate (per la parte che eccede con gli altri redditi il primo scaglione soggetto a TO)
Portogallo	TS 10%; opzione per TO; esenti le plusvalenze realizzate su azioni detenute per più di 12 mesi
Regno Unito	TS 20% - 40% (le aliquote sono pari a quelle marginali del contribuente per la tassazione degli interessi); esenti le plusvalenze sui titoli della Corona; esenti i primi 11.111 euro (l'esenzione è crescente in relazione al periodo di possesso)
Spagna	TO per cessione di titoli detenuti per meno di due anni; TS 20% negli altri casi
Svezia	TS 30%

Legenda: RA= ritenuta alla fonte a titolo d'acconto; RD= ritenuta alla fonte definitiva; TO= tassazione ordinaria; TS= tassazione separata; IS= imposta sostitutiva

Fonte: IBFD, *Guides to European Taxation*, Vol. 3, Taxation of private investment income, 2000; PriceWaterhouseCoopers, *Worldwide Summaries*, Individual Taxes 1999-2000; dati aggiornati ad agosto 2000

pienamente l'imposta pagata dalla società; per i tedeschi, francesi, lussemburghesi e olandesi diventa rilevante la soglia di esenzione dall'imposta personale (in ogni caso, in Germania ed in Francia verrebbe comunque concesso il credito d'imposta societario, mentre in Lussemburgo la metà dei dividendi distribuiti non sarebbe

considerata imponibile); i dividendi distribuiti ai risparmiatori greci sono anche gli effettivi dividendi netti ricevuti in quanto non sono considerati imponibili in capo ai percettori.

Le aliquote effettive (su 1.000 euro di dividendi) sono comprese fra il 40% ed il 50% in Belgio, Danimarca, Italia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Svezia. Superano il 50% in Austria, Irlanda e Spagna. Il nostro Paese (si ricorda che non è stata considerata l'IRAP) si colloca pertanto nella fascia intermedia.

Guadagni di capitale. L'analisi del trattamento fiscale dei guadagni di capitale mette in evidenza due modelli principali (TAB. 6.5):

a) i guadagni di capitale sono generalmente soggetti ad imposizione, attraverso forme di tassazione separata (Danimarca, Finlandia, Francia, Irlanda, Italia, Portogallo, Regno Unito, Spagna e Svezia);
b) i guadagni di capitale sono generalmente esenti, soggetti a tassazione solo in casi particolari, come per plusvalenze derivanti da operazioni speculative o da partecipazioni qualificate (Austria, Belgio, Germania, Lussemburgo e Paesi Bassi) oppure dalla vendita di azioni non quotate (Grecia).

E' da sottolineare che solo pochi Paesi europei applicano, come in Italia, la tassazione delle plusvalenze derivanti sia da titoli azionari sia da titoli obbligazionari. Inoltre, nonostante quasi tutti i paesi riconoscano la possibilità di compensare le minusvalenze realizzate con le plusvalenze, solo in Svezia, come in Italia, all'interno del regime del risparmio gestito, esiste la possibilità di compensare le minusvalenze anche con gli altri redditi da capitale, quali gli interessi e i dividendi. Infine, al di là dell'Italia, non esistono altri esempi europei di tassazione delle plusvalenze alla maturazione e non alla realizzazione.

6.2 La tassazione dei redditi internazionali

In questo paragrafo si analizza il trattamento fiscale dei flussi internazionali di redditi finanziari, cioè di quei redditi percepiti da risparmiatori che effettuano investimenti di portafoglio in paesi diversi da quello di residenza. Il carico tributario su questi redditi dipende da tre elementi: a) il trattamento ad essi

accordato dal paese di residenza del percettore (come ciascun paese tratta i redditi di fonte estera dei suoi residenti); b) il trattamento ad essi accordato dal paese fonte dei redditi (come ciascun paese tratta i redditi di fonte interna dei non residenti); c) l'esistenza di Convenzioni bilaterali.

Per una migliore comprensione del problema, è utile in primo luogo richiamare i principi in base ai quali si applicano le imposte sui flussi internazionali di reddito ed i problemi ad essi associati.

Principi di tassazione e doppia imposizione dei redditi internazionali. I flussi internazionali di reddito possono essere soggetti a tassazione sulla base di due principi: il principio della residenza ed il principio della fonte.

Secondo il principio della residenza, il reddito da capitale è tassato dal paese di residenza del percettore, indipendentemente dal fatto che esso sia prodotto all'interno o all'estero. Questo principio, che si applica generalmente per le imposte personali, implica che i redditi da capitale dei residenti in un dato paese siano soggetti allo stesso trattamento, indipendentemente dal luogo in cui sono stati prodotti. Il gettito delle imposte sui redditi da capitale affluisce al paese nel quale gli investitori individuali sono residenti.

Secondo il principio della fonte, il reddito da capitale è invece soggetto ad imposizione nel paese in cui è prodotto; in altri termini, ciascun paese avrebbe diritto di tassare tutti i redditi prodotti al suo interno, indipendentemente dalla residenza dei percettori; contemporaneamente, dovrebbe esentare da qualunque forma di imposizione i redditi prodotti all'estero dai suoi residenti. Sotto questo regime, all'interno di ciascun paese, i residenti non pagano imposte sui redditi di fonte estera e i non residenti ricevono lo stesso trattamento dei residenti sui redditi di fonte interna. Il gettito delle imposte sul capitale affluisce interamente dove l'investimento finanziario è effettuato. Con il principio della fonte, il debito di imposta, a parità di reddito, dipende dalla struttura impositiva del paese nel quale il reddito stesso è prodotto.

Negli attuali sistemi tributari il principio della fonte e il principio della residenza non vengono applicati nella loro forma pura, ma si sovrappongono, poiché ciascun paese vuole tassare i redditi prodotti al suo interno anche dai non residenti e vuole tassare anche i redditi prodotti all'estero dai suoi residenti. Si

verificano in tal modo fenomeni di doppia tassazione: lo stesso reddito è tassato sia nel paese fonte sia nel paese di residenza del percettore.

TAB. 6.6 - Convenzioni bilaterali tra Italia e Paesi U.E.

Paesi	Data della stipula	Legge di ratifica
Austria	29-6-81	L. 18-10-84 n.762
Belgio	29-4-83	L. 3-4-89 n.148
Danimarca	26-2-80	L. 7-8-82 n.745
Finlandia	2-6-81	L. 25-1-83 n.38
Francia	5-10-89	L. 7-1-92 n.20
Germania	18-10-87	L. 24-11-92 n.459
Grecia	3-9-87	L. 30-12-89 n.445
Irlanda	11-6-71	L. 9-10-74 n.583
Lussemburgo	3-6-81	L. 14-8-82 n.747
Paesi Bassi	8-5-90	L. 26-7-93 n.305
Portogallo	14-5-80	L. 10-7-82 n.562
Regno Unito	21-10-88	L. 5-11-90 n.329
Spagna	8-9-77	L. 29-9-80 n.663
Svezia	6-3-80	L. 4-6-82 n.439

Il problema è generalmente risolto o dalla legislazione unilaterale del paese di residenza o attraverso la stipula di Convenzioni bilaterali “contro la doppia imposizione internazionale”, secondo il modello elaborato dall’OCSE nel 1963 ed aggiornato nel 1977. La TAB. 6.6 indica le Convenzioni stipulate dall’Italia con gli altri Paesi dell’U.E. Per l’analisi successiva, è opportuno richiamare, sia pure in sintesi, il contenuto di tali Convenzioni:

- gli interessi e i dividendi vanno tassati sulla base del principio della residenza; tuttavia è accordata anche al paese fonte la facoltà di prelevare imposte sui redditi prodotti al suo interno, ma con l’applicazione di aliquote d’imposta entro una certa soglia massima;
- i guadagni di capitale vanno generalmente tassati solo nel paese di residenza dell’investitore, con qualche eccezione (ad esempio, se l' investitore ha la nazionalità del paese fonte o vi è stato residente nel corso dei cinque anni precedenti l’alienazione del cespite);
- spetta al paese di residenza dei contribuenti il compito di ridurre o eliminare le forme di doppia tassazione, tenendo conto delle imposte pagate all’estero. In particolare, sono previste due alternative per eliminare la sovrapposizione dei tributi. Il primo metodo consiste nella concessione di un credito d’imposta per le imposte pagate all’estero, detraibile dal debito d’imposta dovuto nel paese di

residenza; il credito è di solito limitato e, al massimo, è pari all'imposta che si sarebbe pagata se l'investimento fosse stato attuato nel paese di residenza; se l'imposta pagata all'estero supera quella dovuta nel paese di residenza, nella maggior parte dei casi, non è concesso il rimborso dell'eccedenza né il riporto in avanti. Il secondo metodo consiste nella deduzione delle ritenute subite all'estero dal reddito imponibile soggetto a tassazione nel paese di residenza, come se fosse una spesa sostenuta per la produzione del reddito.

TAB. 6.7 - La tassazione dei proventi di fonte estera dei residenti

Paese	Modalità di tassazione
Austria	Tassazione ordinaria. Nessun credito d'imposta che non sia previsto da convenzioni bilaterali
Belgio	Stesso regime dei redditi di fonte interna. Le imposte pagate all'estero possono essere recuperate col sistema della deduzione, purchè il contribuente opti per la tassazione ordinaria
Danimarca	Stesso regime dei redditi di fonte interna. E' concesso il credito d'imposta
Finlandia	Stesso regime dei redditi di fonte interna. E' concesso il credito d'imposta
Francia	Tassazione ordinaria. Le imposte pagate all'estero sono deducibili dalla base imponibile
Germania	Stesso regime dei redditi di fonte interna, ma non si applica la ritenuta d'acconto. E' concesso il credito d'imposta, per le imposte assolte all'estero in via definitiva; è prevista l'opzione per la deduzione dalla base imponibile, anche per le imposte assolte all'estero non in via definitiva
Grecia	Tassazione ordinaria. E' concesso il credito d'imposta
Irlanda	Stesso regime dei redditi di fonte interna. Le imposte pagate all'estero sono deducibili dalla base imponibile
Lussemburgo	Stesso regime dei redditi di fonte interna, ma i dividendi non subiscono la ritenuta d'acconto del 25% e non godono dell'abbattimento della base imponibile del 50%. E' concesso il credito d'imposta
Paesi Bassi	Stesso regime dei redditi di fonte interna, ma i dividendi non subiscono la ritenuta d'acconto del 25%. Le imposte pagate all'estero sono deducibili dalla base imponibile.
Portogallo	Tassazione ordinaria. Le imposte pagate all'estero sono deducibili dalla base imponibile
Regno Unito	Stesso regime dei redditi di fonte interna. E' concesso il credito d'imposta
Spagna	Stesso regime dei redditi di fonte interna. E' concesso il credito d'imposta
Svezia	Stesso regime dei redditi di fonte interna. E' concesso il credito d'imposta; la parte non utilizzata può essere riportata in avanti per tre anni.

Fonte: IBFD, Guides to European Taxation, Vol. 3° Taxation of private investment income, 2000. PriceWaterhouseCoopers, Worldwide Summaries, Individual Taxes 1999-2000. Dati aggiornati ad agosto 2000.

Ciò premesso, si illustrano di seguito il trattamento fiscale che ciascun Paese accorda ai redditi di fonte estera dei propri residenti ed il trattamento fiscale che ciascun Paese prevede per i redditi prodotti al suo interno dai non residenti.

La tassazione dei redditi di fonte estera dei residenti. Tutti gli ordinamenti fiscali nazionali, in linea di principio, applicano le imposte sui redditi delle attività finanziarie secondo il principio della residenza, in base al quale il reddito di capitale è tassato dal paese di residenza del percettore ovunque sia prodotto.

Pertanto, il prelievo fiscale sugli interessi, sui dividendi e sui guadagni di capitale di fonte estera è, nella maggior parte dei paesi europei, uguale a quello riservato agli analoghi redditi di fonte interna (TAB. 6.7). Solo pochi paesi, si vedano l'Austria, la Francia, la Grecia e il Portogallo, discriminano fiscalmente i redditi in base alla fonte di provenienza, interna o estera, in modo da incentivare l'investimento all'interno. Ad esempio, in Francia gli interessi di fonte estera sono soggetti a tassazione ordinaria, senza possibilità di optare per il regime cedolare, previsto per gli interessi di fonte interna; in Grecia, i dividendi di fonte estera sono soggetti a tassazione ordinaria, mentre quelli di fonte interna non sono imponibili in capo al percettore.

Quasi tutti i paesi prevedono unilateralmente nel proprio ordinamento, a prescindere cioè dalle Convenzioni bilaterali, meccanismi contro la doppia imposizione dei redditi internazionali derivante dall'applicazione sia del principio della residenza nel paese del percettore, sia del principio della fonte nel paese di origine del reddito.

La tassazione dei redditi dei non residenti. La TAB. 6.8 e TAB. 6.9 illustrano le modalità di tassazione dei redditi dei non residenti previste dalle legislazioni dei singoli paesi, senza tenere conto dell'applicazione delle norme delle Convenzioni bilaterali. Gli interessi pagati ai non residenti sono, salvo poche eccezioni, non imponibili nel paese fonte. Generalmente esenti anche i guadagni di capitale, ad esclusione di quelli derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate. Al contrario, i dividendi sono di regola (fanno eccezione Grecia, Irlanda e Regno Unito) gravati da ritenute, comprese tra il 15% e il 30%, di solito pari alle ritenute d'acconto prelevate sui residenti. Occorre

TAB. 6.8 - Tassazione nel paese fonte degli interessi e dei dividendi percepiti dai non residenti

Paese	Interessi	Dividendi
Austria	Non imponibili	Ritenuta del 25%
Belgio	Non imponibili gli interessi sui depositi. Ritenuta definitiva del 15% sugli interessi da obbligazioni.	Ritenuta del 15% (25% per azioni emesse ante 1/1/1994)
Danimarca	Non imponibili	Ritenuta del 25%
Finlandia	Non imponibili. Sui *profit-sharing bonds* ritenuta del 29%	Ritenuta del 29%
Francia	Non imponibili	Ritenuta del 25%
Germania	Non imponibili. Sui *profit-sharing bonds* e sulle obbligazioni convertibili ritenuta del 26,38%	Ritenuta del 26,38%
Grecia	Non imponibili gli interessi sui depositi in valuta estera e sulle obbligazioni ordinarie. Ritenuta del 15% sui depositi in dracme, sui *profit-sharing bonds* e sulle obbligazioni convertibili	Non imponibili
Irlanda	Non imponibili gli interessi sui depositi e sulle obbligazioni pubbliche. Sugli altri interessi ritenuta definitiva del 22%	Non imponibili.
Lussemburgo	Non imponibili. Sui *profit-sharing bonds* ritenuta definitiva del 25% La ritenuta non si applica se gli interessi sono erogati da una holding lussemburghese o da una società di investimento	Ritenuta del 25% (esclusi i dividendi erogati da holding lussemburghesi o da società di investimento). Esente il 50% dei dividendi dichiarati in Lussemburgo
Paesi Bassi	Non imponibili. Ritenuta del 25% sui *profit-sharing bonds.* Sono assoggettati a tassazione ordinaria gli interessi su tutte le obbligazioni pagati da una società residente nella quale l'investitore straniero possiede una partecipazione qualificata	Ritenuta del 25%. Tassazione ordinaria dei dividendi, nel caso di partecipazione qualificata
Portogallo	Ritenuta definitiva del 20% (25% sugli interessi da obbligazioni emesse prima del 15-10-94). Esenti gli interessi sui titoli del Tesoro	Ritenuta del 25% (12,5% sui dividendi su azioni quotate e di società in via di privatizzazione**)**
Regno Unito	Non imponibili gli interessi sui depositi. Ritenuta del 20% sugli interessi da obbligazioni. Non si applica agli interessi su eurobonds quotati, su titoli emessi dalla Corona britannica e su titoli di Stato in gestione accentrata presso la Banca d'Inghilterra	Non imponibili
Spagna	Non imponibili gli interessi sui depositi. Ritenuta definitiva del 25% sugli interessi da obbligazioni. Esenti gli interessi sulle obbligazioni pubbliche. Gli interessi obbligazionari pagati a residenti in stati appartenenti all'Unione europea non sono imponibili	Ritenuta del 25%
Svezia	Non imponibili	Ritenuta del 30%

Fonte: IBFD, Guides to European Taxation, Vol. 3° Taxation of private investment income, 2000; Vol. 6° Taxation of individuals in Europe, 1999. Dati aggiornati ad agosto 2000.

inoltre sottolineare che il credito d'imposta concesso ai residenti per l'imposta pagata a monte dalla società non è in via di principio riconosciuto ai non residenti.

Sulle normative unilaterali vengono poi ad inserirsi le disposizioni contenute nelle Convenzioni bilaterali, che, come è stato accennato, limitano il potere impositivo dei paesi fonte. In particolare, esse stabiliscono una misura massima
per le cosiddette ritenute d'uscita, pari rispettivamente al 10-15% per gli interessi e al 15% per i dividendi.

Per illustrare meglio l'interazione tra ordinamenti dei singoli paesi e Convenzioni bilaterali, è interessante approfondire il caso italiano, considerando prima il trattamento fiscale degli italiani sui redditi di fonte estera e poi il trattamento che il nostro paese applica ai non residenti sui redditi prodotti in Italia.

TAB. 6.9 - Tassazione nel paese fonte dei guadagni di capitale dei non residenti.

Paese	Modalità di tassazione
Austria	Esenti. Tassazione ordinaria per partecipazioni qualificate
Belgio	Esenti. Tassazione separata del 33% per operazioni speculative, del 16,5% per cessioni di partecipazioni qualificate a non residenti. In ogni caso, il risparmiatore può optare per la tassazione ordinaria, se ciò implica aliquote inferiori.
Danimarca	Esenti
Finlandia	Esenti
Francia	Esenti. Tassazione separata del 16% per partecipazioni qualificate
Germania	Esenti. Stesso regime previsto per i residenti nel caso di partecipazioni qualificate
Grecia	Esenti. Tassazione separata del 20% per le azioni non quotate
Irlanda	Esenti
Lussemburgo	Esenti. Tassazione ordinaria per operazioni speculative e partecipazioni qualificate
Paesi Bassi	Esenti. Stesso regime previsto per i residenti nel caso di partecipazioni qualificate
Portogallo	Stesso regime previsto per i residenti
Regno Unito	Esenti
Spagna	Esenti per i residenti nell'UE. Tassazione del 35%, con tutti gli altri redditi di fonte spagnola, per i residenti in un altro paese
Svezia	Esenti.

Fonte: IBFD, Guides to European Taxation, Vol. 3° Taxation of private investment income, 2000; Vol. 6° Taxation of individuals in Europe, 1999. Dati aggiornati ad agosto 2000.

La tassazione dei redditi di fonte estera degli italiani. Le TABB. 6.10 e 6.11 illustrano il trattamento fiscale degli interessi e dei dividendi che i paesi europei (paesi fonte) applicano agli investitori residenti in Italia, tenendo conto

delle norme contenute nelle Convenzioni bilaterali. Il carico tributario complessivo si ottiene considerando anche le disposizioni della legislazione vigente in Italia. In particolare, i redditi di fonte estera dei residenti in Italia sono assoggettati ad imposizione con modalità che differiscono secondo il canale attraverso il quale sono stati percepiti e secondo il regime di imposizione scelto dal contribuente. Per quanto riguarda gli interessi, si possono distinguere i tre casi seguenti:

a) sono percepiti in Italia con l'intervento di un intermediario sostituto di imposta;
b) sono percepiti all'estero con o senza l'intervento di un intermediario sostituto di imposta;
c) derivano da strumenti finanziari che appartengono ad una gestione individuale, con l'opzione per il regime del risparmio gestito.

Se gli interessi di fonte estera sono percepiti con l'intervento di un sostituto d'imposta, è prevista l'applicazione di una ritenuta d'ingresso per opera dello stesso sostituto di imposta. Fanno eccezione i redditi esenti (interessi ed altri proventi derivanti dai titoli pubblici ed assimilati emessi all'estero prima del 10 settembre 1992; fra questi redditi rientrano gli interessi delle obbligazioni BEI, EURATOM, CECA, BIRS emesse all'estero) e quelli che sono definiti "altri redditi da capitale", che invece concorrono a formare il reddito complessivo del contribuente. Le aliquote della ritenuta di ingresso sono comunque pari alle aliquote previste per gli analoghi redditi di fonte interna, 12,5% e 27%. Ciò significa che, a livello di aliquote nominali, l'ordinamento italiano non discrimina fra redditi di fonte interna e redditi di fonte estera.

Gli interessi percepiti direttamente dal contribuente sono soggetti a tassazione separata. Secondo le norme vigenti, il contribuente ha due alternative: a) optare per l'imposta sostitutiva da applicare in sede di dichiarazione dei redditi, con le stesse aliquote delle ritenute di imposta previste per il caso precedente; b) optare per la tassazione ordinaria, in altre parole far concorrere i redditi di capitale alla formazione del suo reddito complessivo e, contemporaneamente, beneficiare del credito di imposta.

Nel caso del regime del risparmio gestito, dal risultato netto di gestione restano esclusi, analogamente ai redditi di fonte interna, i redditi di fonte estera esenti e quelli per i quali non è tecnicamente possibile stabilire la non applicabilità

della ritenuta alla fonte o dell'imposta sostitutiva al momento della percezione del reddito.

Anche per i dividendi, come nel caso degli interessi ed altri proventi di fonte estera, occorre distinguere tre casi, a seconda che essi siano percepiti con l'intervento di un sostituto di imposta, senza l'intervento di un sostituto di imposta residente, oppure derivino da titoli che appartengono ad una gestione individuale, con l'opzione per il regime del risparmio gestito.

In ogni caso, il contribuente non gode del diritto al credito di imposta (per il recupero dell'imposta societaria) che gli è invece riconosciuto nel caso di dividendi di fonte interna. Fanno eccezione Francia e Regno Unito, che concedono il credito d'imposta anche ai non residenti.

Se i dividendi sono percepiti con l'intervento di un sostituto d'imposta, è prevista l'applicazione di una ritenuta alla fonte nella misura del 12,5%, a titolo di acconto. Ciò significa che il contribuente deve poi includere i dividendi, al lordo della ritenuta definitiva estera e della ritenuta d'ingresso, nel reddito complessivo, soggetto ad IRPEF. La ritenuta d'ingresso viene poi detratta dal debito d'imposta dovuto.

Nel caso in cui non intervenga alcun sostituto d'imposta, non è possibile applicare in Italia la ritenuta alla fonte. Il dividendo lordo concorre pertanto a formare il reddito imponibile complessivo del contribuente ed è assoggettato ad IRPEF. Il contribuente non ha diritto al credito d'imposta previsto per i dividendi di fonte interna, ma può usufruire, ove previsto, anche secondo le convenzioni bilaterali, del credito di imposta sui redditi di fonte estera.

In ogni caso il risparmiatore italiano che riceve dividendi da una società non residente non può optare per l'applicazione della cedolare secca del 12,5%, in luogo della tassazione ordinaria IRPEF, a differenza di quanto può accadere per i dividendi distribuiti da società italiane.

Per il contribuente che percepisce dividendi nell'ambito di una gestione patrimoniale individuale, il regime di imposizione varia a seconda che le partecipazioni estere che li hanno prodotti siano negoziate o meno in mercati regolamentati. Se si tratta di partecipazioni estere negoziate in mercati regolamentati, i dividendi concorrono a formare il risultato netto di gestione, come i dividendi di fonte interna, e scontano pertanto l'imposta sostitutiva del 12,5%. Se invece si tratta di altre partecipazioni in società estere, i dividendi sono

assoggettati alla ritenuta d'acconto del 12,5%, non concorrono alla formazione del risultato netto di gestione e devono essere indicati nella dichiarazione dei redditi del contribuente. In questo caso, però si perde la possibilità di ottenere il credito d'imposta sui redditi di fonte estera, in quanto i dividendi non concorrono a formare il reddito complessivo del contribuente (il che costituisce una condizione indispensabile).

TAB. 6.10 - Interessi percepiti dagli italiani all'estero: il trattamento dei paesi fonte

Paesi	Senza Convenzioni			Con Convenzioni		
	Depositi bancari	Obbligazioni	Titoli di Stato	Depositi bancari	Obbligazioni	Titoli di Stato
Austria	NI	NI	NI	NI	NI	NI
Belgio	NI	RD 15%	RD 15%	NI	RD 15%	RD 15%
Danimarca	NI	NI	NI	NI	NI	NI
Finlandia	NI	NI – RD 29%	NI	NI	NI – RD 15%	NI
Francia	NI	NI	NI	NI	NI	NI
Germania	NI	NI – RD 26,38%	NI	NI	NI – RD 10%-26,38%	NI
Grecia	RD 15%	NI – RD 15%	NI	RD 10%	NI – RD 10%	NI
Irlanda	NI	RD 22%	NI	NI	RD 10%	NI
Lussemburgo	NI	NI – RD 25%	NI	NI	NI – RD 10%	NI
Paesi Bassi	NI	NI – RD25%	NI	NI	NI – RD 15%	NI
Portogallo	RD 20%	RD 20%	RD 15%	RD 15%	RD 15%	NI
Regno Unito	NI	RD 20%	NI	NI	RD 10%	NI
Spagna	NI	NI	NI	NI	NI	NI
Svezia	NI	NI	NI	NI	NI	NI

Legenda: NI = non imponibili; RD = ritenuta alla fonte definitiva. Dati aggiornati ad agosto 2000.

La TAB. 6.12 illustra le aliquote effettive d'imposta che un risparmiatore residente in Italia sconta su 1.000 euro di interessi provenienti da un altro paese dell'U.E., nel caso in cui il risparmiatore stesso percepisca i proventi attraverso un intermediario italiano. La tabella mette in luce come nella maggior parte dei paesi non venga applicata alcuna ritenuta d'uscita e, quindi, come gli interessi di fonte estera subiscano lo stesso trattamento di quelli di fonte interna. Costituiscono eccezioni a questo regime alcune categorie di attività finanziarie in Belgio, Grecia, Irlanda, Portogallo e Regno Unito. L'aliquota più elevata, pari al 37,9%, è quella gravante sugli interessi da depositi e obbligazioni portoghesi. Solo il Belgio applica una ritenuta d'uscita convenzionale del 15% sui titoli pubblici.

TAB. 6.11 - Dividendi percepiti dagli italiani all'estero: il trattamento dei paesi fonte

Paesi	Senza Convenzioni	Con Convenzioni
Austria	RD 25%	RD 15%
Belgio	RD 15% -25%	RD 15%
Danimarca	RD 25%	RD 15%
Finlandia	RD 29%	RD 15%
Francia	RD 25%	RD 15%
Germania	RD 26,38%	RD 15%
Grecia	NI	NI
Irlanda	NI	NI
Lussemburgo	RD 25%	RD 15%
Paesi Bassi	RD 25%	RD 15%
Portogallo	RD 25% - RD 12,5%	RD 15% - RD 12,5%
Regno Unito	NI	NI
Spagna	RD 25%	RD 15%
Svezia	RD 30%	RD 15%

Legenda: NI = non imponibili; RD = ritenuta alla fonte definitiva. Dati aggiornati ad agosto 2000.

TAB. 6.12 - Aliquote effettive su 1.000 euro di interessi di fonte estera

(risparmiatore residente in Italia)

Strumenti finanziari	Ru	I	Ri	In	te
Belgio					
Depositi	-	1000	270	730	27.0
Obbligazioni	150	850	106	744	25.6
Titoli pubblici	150	850	106	744	25.6
Grecia					
Depositi in dracme	100	900	243	657	34.3
Depositi in lire	-	1000	270	730	27.0
Obbligazioni	-	1000	125	875	12.5
Titoli pubblici	-	1000	125	875	12.5
Irlanda					
Depositi	-	1000	270	730	27.0
Obbligazioni	100	900	112	788	21.2
Titoli pubblici	-	1000	125	875	12.5
Portogallo					
Depositi	150	850	229	621	37.9
Obbligazioni	150	850	229	621	37.9
Titoli pubblici	-	1000	125	875	12.5
Regno Unito					
Depositi	-	1000	270	730	27.0
Obbligazioni	100	900	112	788	21.2
Titoli pubblici	-	1000	270	730	27.0
Altri paesi U.E.					
Depositi	-	1000	270	730	27.0
Obbligazioni	-	1000	125	875	12.5
Titoli pubblici	-	1000	125	875	12.5

Legenda:
Ru = ritenuta d'uscita convenzionale; I = interessi all'ingresso;
Ri = ritenuta d'ingresso a titolo di imposta; In = interessi netti; te = aliquota effettiva

Fonte: nostre elaborazioni

E’ interessante notare come, in questi casi, per un risparmiatore con aliquota marginale massima (46%) non convenga mai inserire nel reddito complessivo IRPEF gli interessi di fonte estera per poter ottenere il recupero delle imposte pagate all’estero.

La tassazione in Italia dei non residenti. La maggior parte dei soggetti non residenti in Italia è esente da un ampio spettro di imposte sui redditi prodotti da attività finanziarie domestiche, in particolare i soggetti che risiedono in paesi che hanno firmato con l’Italia una Convenzione contro la doppia imposizione internazionale e che consente lo scambio di informazioni.

Il regime impositivo dei redditi da capitale dei non residenti dipende dalle caratteristiche dei percettori. Al riguardo occorre infatti distinguere tre tipologie di soggetti non residenti:

a) soggetti residenti in paesi che hanno stipulato con l’Italia convenzioni contro la doppia tassazione e che consentono lo scambio di informazioni (Paesi in);
b) soggetti residenti in paesi che hanno stipulato con l’Italia convenzioni contro la doppia tassazione ma che non consentono lo scambio di informazioni (Paesi out con convenzione);
c) soggetti residenti in paesi che non hanno stipulato con l’Italia convenzioni contro la doppia tassazione (Paesi out senza convenzione).

Le modalità di tassazione nei diversi casi sono illustrate nella TAB. 6.13. Per i soggetti che risiedono nei “Paesi in” la maggior parte dei redditi da capitale prodotti da attività finanziarie italiane non sono imponibili. Per i soggetti che risiedono nei “Paesi out” con convenzione, i redditi da capitale sono soggetti ad imposizione secondo le norme previste dalle convenzioni contro la doppia imposizione; tali soggetti beneficiano quindi delle aliquote ridotte o dei regimi di esenzione previsti dalle convenzioni stesse.

Considerazioni analoghe valgono per quanto riguarda i guadagni di capitale realizzati da non residenti.

6.3 L'evoluzione della tassazione delle attività finanziarie nel decennio 1990 - 2000: alcune osservazioni

In questo paragrafo proponiamo alcune brevi osservazioni sull'evoluzione della tassazione delle attività finanziarie nei paesi dell'U.E. nell'ultimo decennio. Per quanto riguarda il regime fiscale dei residenti permangono ampie differenze con riferimento alle modalità d'imposizione (inclusione nella base imponibile dell'imposta personale, ritenuta alla fonte a titolo d'imposta,

TAB. 6.13 - La tassazione dei principali proventi percepiti in Italia dai non residenti.

Redditi da capitale e redditi diversi	Senza considerare le convenzioni		Considerando le convenzioni	
	Paesi in	Paesi out	Paesi in	Paesi out
Interessi su depositi e conti correnti e certificati di deposito	Non imponibili	Non imponibili	Non imponibili	Non imponibili
Interessi su obbligazioni di banche e società quotate con scadenza oltre i 18 mesi	Non imponibili	12,5%	Non imponibili	10,0%
Interessi su altre obbligazioni oltre i 18 mesi	12,5%	12,5%	10,0% (1)	10,0%
Interessi su obbligazioni con scadenza entro i 18 mesi, proventi da titoli atipici e accettazioni bancarie	27,0%	27,0%	10,0%(2)	10,0%
Interessi su titoli pubblici ed equiparati emessi in Italia	Non imponibili	12,5%	Non imponibili	10,0%
Proventi da pronti contro termine	Non imponibili	12,5%	Non imponibili	10,0%
Dividendi da azioni ordinarie	27,0%	27,0%	15,0%	15,0%
Dividendi da azioni di risparmio	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Guadagni di capitale su azioni ordinarie (partecipazioni non qualificate), titoli pubblici ed equiparati, obbligazioni di banche e società quotate con scadenza oltre i 18 mesi, prodotti derivati, operazioni in valuta	Non imponibili	Non imponibili	Non imponibili	Non imponibili
Guadagni di capitale su azioni ordinarie (partecipazioni qualificate)	27,0%	27,0%	Non imponibili	Non imponibili
Guadagni di capitale su altre obbligazioni, titoli atipici	Non imponibili	12,5%	Non imponibili	Non imponibili

Fonte: Hamauy R. – Quattrini G., *La tassazione delle attività finanziarie italiane in capo ai soggetti non residenti*, Collana Ricerche, BCI, 1998; MIGNARRI E., Guida pratica alla tassazione delle attività finanziarie, Bancaria Editrice, 2000. Dati aggiornati ad agosto 2000.

Note: (1) La ritenuta aumenta al 12% per i residenti in Spagna; resta al 12,5% per i residenti in Belgio, Danimarca, Finlandia, Portogallo e Svezia, poiché le convenzioni bilaterali la fissano al 15%. (2) La ritenuta aumenta al 12% per i residenti in Spagna; al 15% per i residenti in Belgio, Danimarca, Finlandia, Portogallo e Svezia

tassazione separata), alla misura delle aliquote e alla presenza di franchigie o esenzioni per particolari categorie di titoli.

In particolare, Danimarca, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Olanda, Regno Unito e Spagna hanno lasciato immutato il sistema di tassazione degli interessi o hanno solo marginalmente modificato le aliquote. Unicamente la Germania, pur lasciando inalterate le modalità di prelievo, ha aumentato di più del 20 punti percentuali la ritenuta d'acconto. Paesi che hanno invece modificato il loro sistema di tassazione degli interessi hanno introdotto una ritenuta a titolo d'imposta o una tassazione separata. In Grecia gli interessi erano esenti ed è stata introdotta la ritenuta; in Austria, Finlandia, Svezia e Portogallo gli interessi erano inclusi nell'imposta personale, ora invece sono soggetti a ritenuta definitiva o a tassazione separata; in Belgio e in Francia il nuovo regime è concesso in opzione rispetto al precedente.

Considerazioni analoghe sembrano emergere anche nel caso dei dividendi. A fianco di un primo gruppo di paesi (Belgio, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo, Olanda e Spagna) che non hanno modificato il loro regime impositivo, troviamo un gruppo di paesi (Danimarca, Italia, Regno Unito, Austria, Finlandia e Svezia) che hanno modificato il loro sistema passando da un regime nel quale i dividendi erano inseriti nell'imponibile dell'imposta personale ad uno nel quale i dividendi sono soggetti a ritenuta d'imposta o a tassazione separata, almeno in opzione. Costituiscono eccezioni in questo quadro il Portogallo (che assoggettava i dividendi a tassazione separata ed ha introdotto una ritenuta d'imposta con l'opzione per l'inclusione nell'imponibile dell'imposta personale) e l'Irlanda (che assoggetta ancor oggi i dividendi all'imposta personale, ma ha introdotto una ritenuta d'acconto ed ha eliminato il credito per le imposte pagate dalla società).

Anche nel caso dei guadagni di capitale troviamo un gruppo di paesi (Austria, Belgio, Danimarca, Francia, Germania, Grecia, Lussemburgo e Regno Unito) che ha lasciato inalterato il proprio sistema di tassazione. In Irlanda e nel Portogallo si sono ridotte le aliquote, ma i *capital gains* sono sempre assoggettati a tassazione separata. I Paesi Bassi hanno favorito i guadagni di capitale rivenienti da partecipazioni qualificate, mentre la Spagna ha penalizzato quelli da operazioni speculative. Finlandia e Svezia hanno introdotto la *Dual Income Tax*, mentre l'Italia ha introdotto una nuova imposta sulle plusvalenze.

Per quanto riguarda il regime fiscale dei non residenti sembra osservarsi una certa convergenza nel comportamento dei paesi. Gli interessi sono generalmente considerati non imponibili; ad esempio, la Francia ha eliminato la ritenuta d'uscita così come l'Italia e la Spagna (quest'ultima almeno per i soggetti residenti in un altro paese membro dell'U.E.). I dividendi sono generalmente assoggettati a ritenute comprese nella forbice 25-30%; ad esempio, il Lussemburgo ha introdotto una ritenuta d'uscita pari al 25%. I dividendi rimangono invece non imponibili in Grecia e in Irlanda. In questo quadro emerge il comportamento controtendenza del Regno Unito, dove i dividendi scontavano una ritenuta del 25% mentre ora sono non imponibili. Infine, con l'unica eccezione del Portogallo, si osserva una decisa convergenza verso l'esenzione dei *capital gains*; Austria, Irlanda e Spagna hanno infatti esentato da imposte le plusvalenze dei non residenti.

7. FINANZA E CREDITO TRA EUROPA E STATI UNITI*

L'andamento delle economie e della finanza (banche e borse) all'inizio del terzo millennio non avrebbe potuto essere più contraddittorio. Le contraddizioni riguardano sia il divario tra economia reale e finanza sia il divario tra Europa e Stati Uniti.

Alla radice di questi contrasti, c'è un dato di fatto che tutti conosciamo: la "globalizzazione" è più finanziaria che reale; è più dei portafogli che dei consumi; ed è la prima che è anche molto più rapida della seconda. Il risultato di tutto ciò è che le *news* stanno sui televisori di tutto il mondo, e modificano i prezzi dei titoli (obbligazioni e azioni) man mano che i mercati aprono e chiudono, e quindi comunque entro le 24 ore! Con un "contagio" di effetti, finanziari, che è quindi più rapido e intenso di quanto non avvenga per le decisioni di investimento delle imprese e di consumo delle famiglie.

Ricordiamo allora quali sono i principali contrasti che stiamo osservando. Anzitutto, il rallentamento economico è molto minore di quanto non sia il pessimismo che esprimono i mercati finanziari. Se guardiamo alla riduzione dei tassi a lunga e alla discesa delle borse, dovremmo dire che siamo - o stiamo per entrare - in recessione. E se confrontiamo questo divario tra Europa e Stati Uniti, dovremmo dire che è l'Europa che sta peggio, come confermato dalla ricorrente debolezza dell'euro.

Ma in realtà, ciò non risulta dai dati dell'economia, e per l'Europa ancor meno che per gli Stati Uniti. Non a caso, la BCE - che non è molto condizionata dallo stato dei mercati, ma guarda di più all'andamento reale delle economie europee - nega di stare considerando una significativa riduzione dei tassi di interesse.

Qual è dunque la vera interazione tra finanza e credito, tra Europa e Stati Uniti? Credo che siano avvenute, negli ultimi due anni, due opposte tendenze, non ancora abbastanza studiate, direttamente e indirettamente legate all'avvio dell'euro. In termini reali, l'euro ha significato una aumentata "chiusura" dei paesi partecipanti. Poiché gli scambi tra i 12 paesi avvengono su un mercato "interno", a una moneta comune, ciascun paese è meno dipendente di prima dall'estero!

Diciamo che l'85% del PIL della zona euro è determinato dai consumi e dagli investimenti della zona stessa. E quindi la nostra macroeconomia è meno

* A cura di G. Vaciago.

dipendente dal ciclo internazionale. Il rallentamento registrato dall'economia americana non ha avuto molti effetti sui paesi dell'euro. Ma il contrario è avvenuto dal punto di vista finanziario: privi di alternative europee, i nostri portafogli sono diventati più US-dipendenti accentuando così la covarianza tra le nostre borse e quelle USA.

E' come se l'economia reale della zona euro dipendesse solo per il 15% da quella USA, ma la nostra finanza ne dipendesse all'85%! Può così succedere - come abbiamo visto negli ultimi due anni - che le nostre borse salgano insieme a Wall Street anche se la nostra economia non è in gran crescita, ma poi scendono - insieme e più di Wall Street - quando la nostra economia, come sta avvenendo ora, va meglio!

E' questo un contrasto che si risolverà solo, nel tempo, quando la finanza si adeguerà alla realtà economica. Anche perché, in caso contrario, dovremmo accettare che la sovranità monetaria rappresentata dall'euro e dalla BCE riguarda l'economia, ma non la finanza, il che evidentemente non ha senso. Già nei prossimi mesi i mercati potrebbero comprendere gli errori che stanno commettendo.