

Università Cattolica del S. Cuore
LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 3/2001

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

Piero Giarda (Responsabile), Maria Flavia Ambrosanio, Mario Anolli, Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Domenico Delli Gatti, Marco Lossani, Giuseppe Mastromatteo, Laura Nieri, Giacomo Vaciago, Giovanni Verga.

con la **collaborazione** di:

Stefano Corona e Maurizio Marchiori.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine ottobre 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 MI (tel. 02/7234.2466 - fax 02/7234.2702)

e-mail: laboratorio.monetario@mi.unicatt.it

sito web: www.assbb.it

INDICE

SINTESI	pag. I
SERVE UN GIOCO COOPERATIVO	“ 1
1 – IL QUADRO MACROECONOMICO	“ 3
□2 – LA FINANZA PUBBLICA	“ 21
2.1 Il preconsuntivo 2001	“ 21
2.2 Lo scenario di medio periodo: il Documento di programmazione economico-finanziaria 2002-2006	“ 23
2.3 La manovra finanziaria per il 2002	“ 26
2.4 Uno sguardo all'Europa	“ 29
3 – TASSI DI INTERESSE, MONETA E BANCHE: EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E PREVISIONI DEI TASSI	“ 31
3.1 Tassi ufficiali e cambio	“ 31
3.2 I tassi di mercato e le aspettative	“ 35
3.3 Gli aggregati monetari e creditizi	“ 45
3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi	“ 50
3.5 Le previsioni dei tassi bancari	“ 57
□4 – ALCUNI ASPETTI DEL <i>POST</i> 11 SETTEMBRE	“ 62
4.1 Gli interventi delle banche centrali	“ 62
4.2 Alcuni effetti sui sistemi bancari	“ 65
4.3 La crisi attuale confrontata con crisi precedenti	“ 73
5 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 77
5.1 Emissioni lorde e nette di titoli	“ 77

5.2	Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 78
5.3	La gestione del risparmio	“ 80
5.3.1	La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani	“ 81
5.3.2	I fatti dell'11 settembre e il comportamento degli intermediari: un sondaggio	“ 83
5.4	Gli scambi di titoli quotati	“ 86
5.4.1	L'andamento della volatilità del mercato	“ 89

SINTESI

Il quadro macroeconomico – La fase di rallentamento congiunturale già in atto a partire dal primo semestre dell'anno rischia di accentuarsi ulteriormente per via dell'incertezza generata dagli attacchi terroristici dell'11 settembre e dalle successive reazioni politiche e monetarie. Tutte le stime prodotte dai maggiori istituti di previsione incorporano un pesante deterioramento del clima di fiducia, con conseguenti ripercussioni negative sulla domanda interna e sugli scambi internazionali.

Il deterioramento delle aspettative non riguarda soltanto gli USA, ma coinvolge tutte le economie integrate con quella statunitense, sia sul piano reale che finanziario: Far East (che potrebbe risultare l'area maggiormente colpita dal rallentamento USA), Giappone (ormai alle soglie di una nuova fase di recessione, la quarta nel giro di un decennio) e area Euro (dove il rallentamento reale porta con sé problemi di finanza pubblica, con conseguenti dubbi sulla tenuta del Patto per la Stabilità e la Crescita). Senza peraltro dimenticare che l'incertezza internazionale rende ancor più difficile la soluzione delle situazioni già critiche esistenti in Turchia ed in Argentina.

Con riferimento all'economia USA, in particolare, il capitolo sviluppa l'analisi di due possibili scenari estremi: il primo fondato su una visione ottimistica, che sembra essere stata sposata dai mercati finanziari; il secondo invece più pessimista, che trova ragione nell'esistenza di pesanti squilibri all'interno dell'economia USA, antecedenti l'attacco terrorista.

La finanza pubblica – Il pre-consuntivo 2001 evidenzia un ulteriore miglioramento dei conti pubblici, sebbene inferiore a quello programmato: paiono dunque fugati i timori di un'inversione di tendenza lungo il sentiero di riequilibrio intrapreso ormai da diversi anni. Processo di riequilibrio che vede ora l'Italia presentarsi con una pressione fiscale (42,2%) ed una quota di spesa pubblica complessiva sul Pil (47,2%) sostanzialmente in linea con la media europea; con un avanzo primario (4,8%) sensibilmente migliore alla media dell'euro-zona, ma con un indebitamento netto ancora superiore (1,1% contro lo 0,7%). Unica nota dolente resta il rapporto debito/Pil (107,7%).

Gli obiettivi programmatici del Governo per il periodo 2002-2006 prevedono una riduzione al 38,2% della pressione fiscale nel 2006 ed una contemporanea riduzione al 32,1% delle spese correnti al netto degli interessi. Per ciò che concerne l'indebitamento netto, il pareggio di bilancio dovrebbe essere raggiunto nel 2003; il rapporto debito pubblico/Pil potrebbe scendere sotto il 100% già a partire dal 2004.

Secondo le indicazioni del Governo, il raggiungimento di questi obiettivi sarà reso possibile dall'avvio di un "circolo virtuoso" che si verrà ad innescare grazie alla "compressione della spesa corrente per finanziare la riduzione della pressione fiscale, con effetto incentivante sull'offerta di fattori produttivi".

La manovra finanziaria per il 2002, sarà essenzialmente fatta di interventi *una-tantum*, prevedendo maggiori entrate nette per 21 mila miliardi di lire, e rinviando ad un momento successivo gli interventi strutturali sulla spesa corrente finalizzati alla riduzione della pressione fiscale.

Tassi di interesse, moneta e banche – La congiuntura monetaria prima dell'11 settembre si presentava con tassi d'interesse in calo, originati dal tentativo delle autorità americane di orientare la politica monetaria in senso anti-ciclico; la BCE seguiva, seppur con maggiore prudenza, gli orientamenti della Fed.

Dopo quella data i tassi di mercato a breve hanno accompagnato l'evoluzione dei tassi ufficiali, sia in Europa che in America, cosicché ora essi sono negli Stati Uniti inferiori a quelli dell'area-Euro. I tassi a lunga, invece, hanno mostrato una certa flessione negli Usa, anche in relazione al cattivo andamento del settore reale, mentre sono rimasti pressoché invariati in Europa, indicando una stabilizzazione delle aspettative inflazionistiche.

L'accelerazione in atto nella crescita di M3 non sembra destare preoccupazioni per la stabilità dei prezzi, sia per la presenza di fattori distorsivi nella misurazione statistica dell'aggregato, sia in relazione alla temporanea preferenza per gli strumenti più liquidi indotta dall'attuale congiuntura dei mercati finanziari.

Nel corso del secondo quadrimestre dell'anno i depositi delle banche dell'area Euro hanno ripreso la loro crescita, grazie soprattutto alle componenti "a vista" e "pronti contro termine". Gli impieghi, invece, sono andati rallentando, con contestuale accelerazione dell'investimento in titoli. Tendenze, queste, che trovano conferma anche per l'Italia, seppur in misura meno accentuata sul fronte della raccolta a vista e dell'investimento in titoli.

Nel medesimo periodo i tassi bancari a breve termine in Italia hanno evidenziato una generale tendenza al ribasso, in sintonia con i tassi di mercato. Gli spread sono rimasti sostanzialmente invariati ma i dati relativi alle prime due decadi del mese di settembre sembrano indicare un aumento, determinato principalmente dall'aumento del mark down. Dalle previsioni emerge uno scenario di tassi ancora decrescenti.

Alcuni aspetti del post 11 settembre – Il capitolo contiene approfondimenti relativi ad alcune tematiche riguardanti gli eventi successivi all'11 settembre.

Con riferimento al comportamento delle banche centrali, viene evidenziato come gli interventi siano stati portati avanti con determinazione e con un buon livello di coordinamento, ottenendo l'importante risultato di evitare pericolosi effetti ricchezza negativi sull'evoluzione congiunturale.

In termini di impatto del nuovo scenario sui sistemi bancari, il venir meno dei flussi di ricavi collegati all'attività di mercato potrà indurre gli intermediari a privilegiare l'attività tradizionale. Scelta che potrà risultare efficace laddove maggiore risulteranno sia l'orientamento verso i segmenti al dettaglio, sia la qualità dei processi di selezione del credito, che la capacità di fronteggiare il rischio attraverso adeguate politiche di copertura.

Il raffronto con due precedenti episodi di crisi finanziaria di analoga portata (invasione del Kuwait del 2 agosto 1990 e “lunedì nero” del 16 ottobre 1987) mostra infine come la rapidità e l’intensità degli interventi operati dalle autorità monetarie sia stata di volta in volta calibrata alle ragioni della crisi ed alle condizioni economiche preesistenti.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio – Durante i primi nove mesi dell’anno si è assistito ad una sostanziale tenuta delle emissioni di titoli obbligazionari, anche se al loro interno sono leggermente aumentate le emissioni (sia lorde che nette) di titoli di stato; per contro si è invece registrata una decisa contrazione nel volume di risorse canalizzate dalla borsa, sia mediante aumenti di capitale da parte di società quotate, sia mediante offerte di azioni al pubblico.

Il ribasso generalizzato dei corsi azionari e la sostanziale tenuta del mercato obbligazionario hanno determinato una significativa ricomposizione dei portafogli gestiti, ed in particolare dei fondi comuni. La raccolta netta nei nove mesi è risultata pesantemente negativa per i fondi azionari e per i bilanciati, solo in parte controbilanciata dal riorientamento dei risparmiatori verso i fondi liquidità.

Anche gli scambi sui mercati regolamentati hanno mostrato una sostanziale flessione, di intensità differente a seconda dei segmenti di mercato.

SERVE UN GIOCO COOPERATIVO*

La tragedia dell'11 settembre rappresenta un evento senza precedenti, ed è quindi difficile trarre ispirazione da eventi analoghi del passato, per calcolarne le conseguenze economiche. Non a caso, si parla di "economia della paura" per indicare la situazione anomala in cui oggi si trovano gli operatori economici. E si parla di "new war" per indicare il tipo di risposta militare (e politica) che è stata data a quegli attentati terroristici.

Mancano precedenti, e già questo sta ad indicare un contesto più sfavorevole di quanto giudicato da molti. Non è, infatti, solo un problema di incertezza, che è dopotutto la condizione normale in cui operano i mercati finanziari, e in cui prendono decisioni gli operatori economici. Ma è vera e propria ignoranza, qualcosa che è potenzialmente più grave se non altro perché origina discontinuità nei comportamenti, che sono invece di solito "razionali" nei modelli di incertezza e rischio comunemente utilizzati nelle varie parti dell'analisi economica.

Da un punto di vista più generale, quella tragedia ha avuto una serie di conseguenze negative i cui effetti non sono affatto terminati. Ricordiamone i due principali, che hanno molte implicazioni per l'economia. Da un lato, si è accentuata la differenza tra Paesi che sono "uniti" al loro interno, quando vi è un'emergenza; e Paesi che, viceversa, "si dividono" quando sono sotto attacco. Nel primo gruppo, dominano gli Stati Uniti e il Regno Unito (forse i nomi significano qualcosa!), mentre nel secondo gruppo possiamo includere molti Paesi dell'Europa. Ma i paesi dell'Unione Europea, e in particolare quelli dell'Unione Monetaria, si sono anche divisi nell'individuare quale avrebbe potuto essere la miglior reazione, politica ed economica.

Negli anni di preparazione dell'Unione Monetaria (una preparazione che termina nei prossimi mesi, con l'effettivo uso delle nuove monete) si era molto discusso dei vari tipi di shock che potevano verificarsi e della loro "pericolosità" nei confronti dell'Unione stessa. La rinuncia da parte di ciascun Paese al proprio tasso di cambio come strumento di politica economica, e l'adozione di una politica monetaria comune, hanno significato l'impossibilità per ciascun Paese di reagire a "shock asimmetrici" (cioè con effetti divergenti sui vari Paesi dell'Unione). Ma si

* A cura di G. Vaciago.

era anche argomentato che in seguito all'Unione gli shock sarebbero più probabilmente risultati del tipo "simmetrico" (cioè con effetti uguali per i diversi Paesi-membri). E comunque più facilmente affrontabili con i normali strumenti di cooperazione che caratterizzano l'Unione. In realtà, forse per le differenze temporali del ciclo elettorale; forse perché non si è subito percepito che questo è un tipico shock simmetrico (siamo tutti ugualmente sotto-attacco); forse perché la priorità viene attribuita al completamento del change-over all'euro: sta di fatto che mai come in questo periodo l'Europa è risultata divisa e in ultima analisi inesistente. Alcuni Governi hanno preso a ignorare gli altri; diversi Governi hanno alzato il tiro sulla BCE e non essendo loro capaci di un gioco cooperativo lo hanno preteso dalla Banca Centrale. Nessuno è riuscito a proporre una coerente strategia, unitaria, sui diversi aspetti economici coinvolti. Che nell'ordine sono: interventi di emergenza a sostegno dei settori direttamente colpiti dal terrorismo (dalle compagnie aeree alle poste); interventi per compensare le cadute di domanda; interventi collettivi volti ad aumentare la sicurezza, delle persone e delle merci.

I terroristi hanno provocato più danni di quanto non risulti dal bilancio degli edifici distrutti e delle persone scomparse. Perché è venuta meno la fiducia, che è essenziale per il buon funzionamento di un'economia globale. E perché la capacità di ben cooperare da parte di tanti Governi è risultata molto inferiore a quanto richiesto dalle circostanze. Se non si riesce a produrre un risultato cooperativo quando serve, significa che la qualità dell'Unione è scarsa.

1. IL QUADRO MACROECONOMICO*

Lo scenario macroeconomico internazionale è stato sconvolto dai tragici fatti dell'11 settembre. La fase di rallentamento congiunturale globale già in atto a partire dal primo semestre dell'anno rischia di accentuarsi ulteriormente per via dell'enorme incertezza generata dall'attacco terroristico e dalle conseguenti reazioni politiche e militari.

Riviste al ribasso le previsioni di crescita

Le stime di crescita prodotte dai maggiori istituti di previsione internazionali successivamente all'11 settembre incorporano il pesante deterioramento del clima di fiducia e le conseguenti ripercussioni negative sull'andamento della domanda interna e degli scambi internazionali. L'ONU ha appena rivisto al ribasso le stime riguardanti la crescita globale, che nel corso dell'anno 2002 dovrebbe risultare inferiore al 2%. Analogamente l'OCSE – con riferimento al gruppo di 30 paesi aderenti all'Organizzazione – ha stimato una crescita dell'1% per il 2001 e dell'1,2% per il 2002 (una diminuzione sostanziale rispetto alle precedenti stime che erano rispettivamente pari al 2 e 2,8%). Il FMI – che nell'ultima edizione del World Economic Outlook (elaborata precedentemente all'11 settembre) aveva già anticipato una decelerazione in corso all'interno dell'area dei paesi industrializzati – ha dichiarato che le conseguenze dell'attacco terroristico saranno notevoli, anche se difficili da quantificare in quanto gli effetti maggiori sono di tipo indiretto, vale a dire legati al clima di incertezza. Le dichiarazioni rese da Ken Rogoff (nuovo capo-economista del FMI) tuttavia denotano fiducia sulla tenuta e sulla successiva ripresa dell'economia mondiale, che dovrebbe manifestarsi già nella seconda metà del 2002. Tale atteggiamento viene giustificato dalla presenza di fondamentali abbastanza robusti in diverse economie industrializzate e dalla reazione aggressiva e coordinata mostrata dalle principali autorità monetarie, volta a garantire il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti (minacciato da *gridlock* dovuti alla carenza di liquidità in dollari cui diverse banche sono state esposte dopo l'attacco) e a rafforzare il grado

* A cura di D. Delli Gatti e M. Lossani.

di fiducia delle famiglie e delle imprese. Infine non vanno neppure dimenticate le recenti affermazioni di Alan Greenspan il quale – pur sottolineando le difficoltà dell’attuale fase congiunturale – ha fatto notare come negli USA sia già in corso una leggera ripresa dell’attività produttiva dopo il brusco stop dei giorni immediatamente successivi all’attacco.

Nella TAB. 1.1 abbiamo riportato le previsioni dell’OCSE per il 2001 formulate prima e dopo l’11 settembre, nonché la più recente previsione per il 2002. La revisione al ribasso della crescita del PIL è evidente per tutti i paesi considerati. Per l’area OCSE nel suo complesso il tasso di crescita previsto è stato ridotto di un punto percentuale.

TAB. 1.1 - Le previsioni OCSE

Paese	2001 previsioni di maggio	2001 previsioni di ottobre	2002
USA	1,7	1,1	1,3
Giappone	1,0	-0,7	-0,8
Germania	2,2	0,7	1,0
Regno Unito	2,5	1,9	1,6
Francia	2,6	1,9	1,6
OCSE 30	2,0	1,0	1,2

Fonte: OCSE.

Nonostante il cauto ottimismo espresso da diverse organizzazioni e agenzie, rimane molto difficile valutare quale scenario si verrà concretizzando nell’immediato futuro. Il quadro macroeconomico internazionale risentirà degli sviluppi sul piano politico militare, dell’andamento del prezzo del petrolio e delle azioni intraprese dalle autorità di politica economica; il combinato disposto di questi tre elementi influenzerà l’evoluzione delle aspettative, che rivestono un ruolo più che mai cruciale all’interno della cosiddetta *fear economy*¹.

Tale considerazione vale non solo con riferimento all’economia USA – direttamente colpita dai tragici eventi – ma anche nei confronti delle altre economie integrate con quella statunitense, sul piano sia reale che finanziario. A tale

¹ Con questo termine Paul Krugman ha recentemente definito, sulle colonne del New York Times, un sistema economico in cui la capacità produttiva è rimasta inalterata mentre la domanda ha subito un notevole shock negativo dovuto al crollo della fiducia degli operatori. Nella *fear economy* vi è quindi un problema di carenza di domanda aggregata, per via del deterioramento delle aspettative.

proposito va ricordato che l'area maggiormente colpita dal rallentamento USA (con la ovvia esclusione dei paesi del NAFTA) è sicuramente rappresentata dal Far East. Secondo le stime prodotte dall'ONU il rallentamento degli USA dovrebbe comportare una minor crescita di 2,4 punti percentuali per le nazioni di tale regione. Particolarmente danneggiate sarebbero le economie di Hong Kong, Malesia, Filippine e Singapore, per le quali l'export verso gli USA rappresenta circa un quarto del PIL.

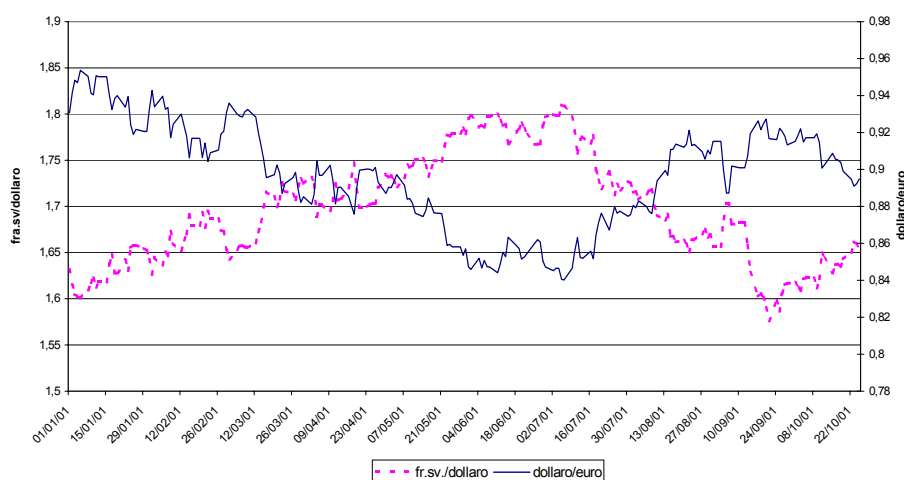
Anche le economie giapponesi e dell'area Euro saranno influenzate negativamente, non solo tramite i tradizionali canali di interdipendenza reale (modesta per l'area UME) e finanziaria, ma anche e soprattutto per via del diffuso deterioramento delle aspettative, che induce fenomeni di contagio internazionale. Per quanto concerne la regione europea, sono state recentemente diramate le previsioni della Commissione Economica dell'UE secondo le quali la crescita all'interno di Eurolandia sarà pari all'1,5% sia nel 2001 che nel 2002. Contestualmente, l'inflazione dovrebbe conoscere un rallentamento favorito anche dal parziale recupero dell'euro rispetto al dollaro e dalla flessione delle quotazioni del greggio - inferiori del 30% ai prezzi raggiunti nei giorni immediatamente successivi all'11 settembre. Il rallentamento reale pone però problemi ai saldi di finanza pubblica, al punto che da più parti si sono levate voci per una revisione del Patto per la Stabilità e Crescita. In modo ancor più preoccupante il Giappone appare più che mai esposto alle conseguenze della crisi internazionale, data la nuova fase di recessione in cui sembra essere entrato (la quarta volta nel giro di un decennio).

Inoltre la crescente incertezza internazionale non facilita la risoluzione delle situazioni critiche già esistenti in Turchia e in Argentina. Dopo la svalutazione di febbraio, l'economia turca sta ancora cercando di risolvere diversi problemi strutturali – che vanno dalla fragilità del sistema bancario, all'inflazione e al debito pubblico. Il pacchetto di aiuti erogato dal FMI (quasi 16 miliardi di dollari) è probabilmente insufficiente, anche perché la crisi internazionale ha provocato una brusca interruzione nello sviluppo del turismo che costituisce una delle principali attività del paese. D'altro canto l'Argentina fronteggia una situazione ancora peggiore. La fiducia dei consumatori è giunta ai minimi livelli. Il circolo vizioso composto di recessione, salari reali in caduta e tassi di interesse in rialzo ha portato i rendimenti sui titoli emessi dal Tesoro argentino su livelli

così elevati da produrre un differenziale rispetto al Treasury Bond USA pari a 2.000 punti base.

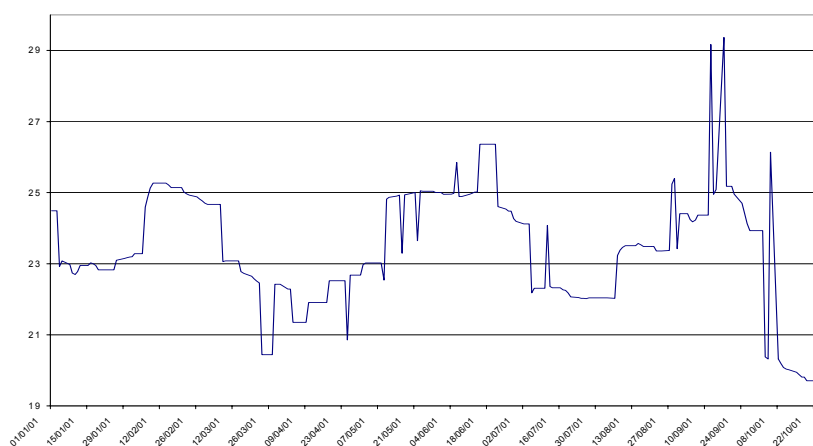
In un contesto di diffuso rallentamento e di crescente incertezza, i mercati hanno reagito privilegiando ancora una volta gli investimenti in beni/attività rifugio. All'indomani dell'attacco dell'11 settembre il prezzo dell'oro è passato da 270 a 295 dollari per oncia. Sul fronte valutario, invece, il mercato americano tradizionalmente considerato un "porto sicuro" non ha (ovviamente) goduto di afflussi di capitale. Si è così andata producendo una situazione caratterizzata da una lieve ripresa sia dell'euro - che nel momento in cui scriviamo è quotato attorno a 0,91, il 3,5% in meno rispetto a quella di inizio d'anno - che dello Yen - disceso al di sotto dei 120 Yen per dollaro. Tuttavia il rafforzamento della moneta giapponese è stato osteggiato dalla Banca Centrale del Giappone, che ha prontamente condotto interventi sul *forex market* per impedire un apprezzamento considerato indesiderabile per gli effetti negativi sull'import-export e quindi sulla crescita della domanda estera. Nel complesso l'unica valuta che ha conosciuto un consistente apprezzamento - risentendo del classico effetto *safe-haven* - è stata il Franco Svizzero; la moneta svizzera che ancora alla fine di luglio si scambiava a 1,85 Fr.Sv. per dollaro, ha raggiunto quota 1,56 nei primi giorni di ottobre, per risalire successivamente oltre 1,60 (FIG. 1.1).

FIG. 1.1 – Tasso di cambio: dollaro/euro e franco svizzero/dollaro



L'unica nota decisamente positiva all'interno di questo scenario è rappresentata dal prezzo del petrolio. Nei giorni successivi all'11 settembre la quotazione del greggio era passata da 26 a più di 30 dollari a barile; in quel momento il mercato sembrava temere un allargamento del conflitto, che avrebbe condotto ad una probabile interruzione della produzione da parte di molti paesi arabi. Tuttavia nell'arco di pochi giorni il prezzo del petrolio si è stabilizzato intorno ai 20 dollari, grazie anche alla dichiarazione di impegno da parte dell'OPEC a mantenere un prezzo stabile di circa 25 dollari per barile, usando – qualora ve ne fosse la necessità – le scorte sinora accumulate di greggio (FIG. 1.2).

FIG. 1.2 – Prezzo del petrolio (dollari per barile)

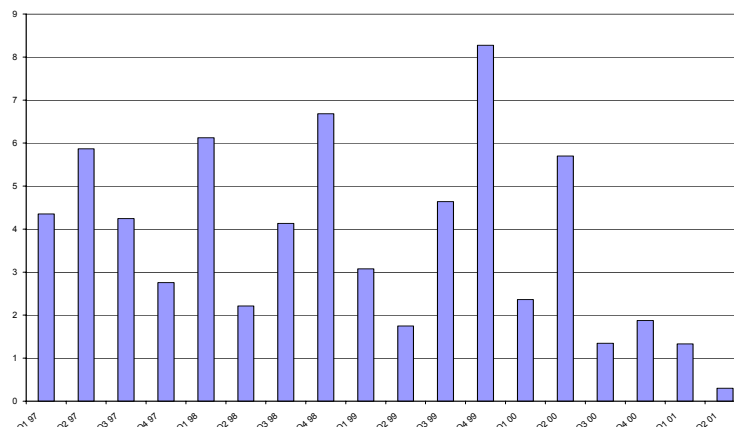


USA: dal rallentamento...

I dati definitivi riguardanti il II trimestre dimostrano che il rallentamento era cospicuo già prima dell'attacco terroristico. Il PIL Usa cresce infatti dell'1,2% in termini tendenziali e solo dello 0,3% (tasso di crescita congiunturale annualizzato), il valore più basso degli ultimi 7 anni. Per i trimestri successivi le previsioni dei maggiori istituti di ricerca sono orientate verso un ulteriore peggioramento: nel III trimestre la crescita del PIL dovrebbe arrestarsi, producendo una variazione negativa dello 0,8% (con una riduzione dell'1% rispetto alle stime precedenti); analogamente sia l'ultimo trimestre dell'anno in corso che il primo trimestre del 2002 dovrebbero conoscere dei tassi di crescita

congiunturali negativi. Nel complesso la crescita media annua per il 2001 dovrebbe attestarsi - a seconda delle diverse stime - attorno all'1% (FIG. 1.3).

FIG. 1.3 – Il ciclo USA
(tassi di variazione congiunturali annualizzati PIL)



Qualora queste tendenze trovassero conferma, l'economia USA si troverebbe in recessione (2 trimestri consecutivi di caduta di PIL in termini di variazioni congiunturali). In effetti diversi *leading indicator* hanno già passato il punto di svolta superiore molto tempo addietro, indicando che la recessione dovrebbe essere già cominciata. La produzione industriale ha raggiunto il suo picco ormai più di un anno fa; nello scorso mese di settembre l'indice di produzione industriale ha registrato il dodicesimo calo consecutivo (-1%), unitamente ad un basso livello di utilizzo della capacità produttiva (pari solo al 75,5%, il livello più basso dal giugno '83, con una diminuzione del 7% rispetto ai valori registrati 12 mesi prima). In modo simile, il numero di lavoratori dipendenti del settore non agricolo ha raggiunto il picco nello scorso mese di marzo. Indicazioni coerenti con la presenza di una fase recessiva provengono dalla FED di Chicago - il cui indice sintetico sull'attività economica (composto da ben 85 serie storiche) ha abbondantemente oltrepassato il valore soglia negativo oltre il quale si manifesta una crescita inferiore al trend di lungo periodo - e dal superindice, che nel mese di agosto è calato dello 0,1%, ed in settembre dello 0,5% (la peggior performance dal gennaio 1996).

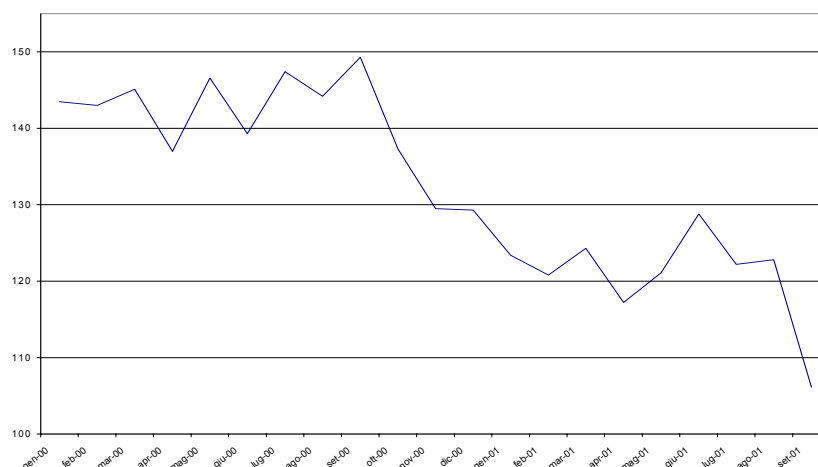
Anche l'analisi dei *lagging indicator* conferma tale diagnosi. Il mercato del lavoro è abbastanza debole, rispetto agli standard degli ultimi anni. Il numero

di lavoratori che stanno percependo sussidi di disoccupazione ha ormai raggiunto i massimi livelli degli ultimi 9 anni (quasi 3,5 milioni di disoccupati). Secondo diversi previsori il tasso di disoccupazione, attualmente pari a poco più del 4% potrebbe rapidamente raggiungere il 5%, con una perdita di 200.000 posti di lavoro.

... alla *fear economy*

Su questo scenario – evidentemente già caratterizzato da tendenze recessive – si sono inseriti i tragici fatti del 11 settembre che hanno comportato un drastico peggioramento delle aspettative di famiglie e imprese. L'indice di fiducia dei consumatori elaborato dall'Università del Michigan è passato da 91,5 in agosto a 81,8 in settembre per risalire all'82,7 in ottobre. Un crollo analogo è stato registrato dall'indice nazionale della fiducia dei consumatori elaborato dal Conference Board (FIG. 1.4). Indicazioni diverse provengono invece dall'indice NAPM che dopo aver registrato un deciso recupero negli mesi estivi (45,5 in agosto contro 41,2 in gennaio) ha conosciuto un vero e proprio rimbalzo in settembre (50,2 anziché l'atteso 43,9). Un risultato però da leggersi con le dovute cautele in quanto sempre risentire di reazioni per lo più emotive registrate all'indomani dell'11 settembre.

**FIG. 1.4 – Indice di fiducia dei consumatori
(Conference Board)**



A ulteriore conferma del clima negativo vi sono inoltre i moltissimi *profit warnings* emessi da diverse società, per via della decelerazione subita dalle loro attività che impedirà il conseguimento degli obiettivi fissati per il III trimestre e per i periodi successivi.

L'unica nota positiva sul fronte della fiducia proviene dall'ultimo *Beige Book*. Un'indagine flash condotta nei dodici distretti della FED mostra infatti che la debolezza dell'attività produttiva - in settembre e nelle prime settimane di ottobre - sarebbe da imputare non alle conseguenze dell'attacco terroristico ma al rallentamento già in corso.

... ma le politiche economiche diventano ancora più espansive

Nel tentativo di evitare un vero e proprio crollo della fiducia degli operatori la politica monetaria e la politica fiscale sono state gestite in modo ancora più espansivo, rispetto a quanto già fatto durante la fase congiunturale precedente l'11 settembre.

Il 2 ottobre scorso la FED ha deciso una ulteriore riduzione di 50 punti base dei tassi ufficiali. Si tratta della nona riduzione consecutiva negli ultimi 9 mesi, che segue quella realizzata il 17 settembre alla riapertura dei mercati finanziari (rimasti chiusi per 4 giorni consecutivi); ad essa ha fatto prontamente seguito una analoga decisione da parte della BCE. Il tasso sui Federal Funds è così giunto al 2,5% (mentre il tasso di sconto è ora al 2%) che costituisce un livello molto basso anche in una prospettiva storica. E' infatti la prima volta che il Fed Funds rate scende al di sotto del 3% dal 1987, raggiungendo un livello che – negli ultimi 40 anni - era stato toccato solo durante l'Amministrazione Kennedy agli inizi degli anni '60. Considerando che nel corso del mese di agosto l'inflazione al consumo si è attestata al 2,7%, ciò significa che attualmente il costo reale del denaro è pressochè nullo, se non addirittura negativo. Tuttavia nonostante la condizione di *money for nothing*, lo stato delle aspettative rende poco probabile una ripresa dei consumi e degli investimenti. Inoltre, va ricordato che, depurando i tassi nominali con la *core inflation*, il livello dei tassi reali è ancora pari all'1% circa, un valore superiore a quello prevalente nelle fasi iniziali delle precedenti recessioni. Tale considerazione - unitamente al convincimento diffuso che siano necessari altri interventi volti a stabilizzare il grado di fiducia

degli operatori - ha portato molti analisti a ritenere che il processo di riduzione dei tassi non si sia ancora arrestato. Vi è infatti una visione di consenso che ritiene molto probabile una ulteriore diminuzione del tasso sui Fed Funds già in occasione del prossimo meeting della FED previsto per il 6 novembre, con l'obiettivo di incidere positivamente sulla domanda tramite il "canale indiretto" delle aspettative (favorendo un miglioramento del grado di fiducia) più che non attraverso il tradizionale "canale diretto" del minor costo del denaro. Eventuali timori di inflazione generati da un *monetary stance* decisamente espansivo sono al momento da escludere. A tale proposito basterà ricordare che i tassi sul trentennale - dopo l'iniziale rialzo dal 5,35 al 5,62%, subito dopo la decisione del 17 settembre scorso - sono ridiscesi verso il 5,4%. Contemporaneamente l'*inflation-linked Treasury bond* non ha conosciuto grandi variazioni, dimostrando che le aspettative di inflazione espresse dal mercato sono sostanzialmente stabili, anche su orizzonti temporali lunghi.

Sul fronte della politica fiscale è stato invece elaborato un maxi-pacchetto di provvedimenti - di entità vicina ai 130 miliardi di dollari - che rafforzano ulteriormente l'orientamento espansivo seguito dalla Amministrazione Bush prima dell'estate per combattere il rallentamento già in corso.

Il pacchetto di stimoli fiscali si compone di due tranche: la varata dal Congresso all'indomani dell'attacco, di circa 55 miliardi di dollari, ripartiti tra prestiti garantiti e aiuti alle compagnie aeree (15 miliardi) e aiuti ai disastri (40 miliardi). La seconda, di entità vicina ai 75 miliardi di dollari, che invece prevede maggiori sussidi ai disoccupati (15 miliardi) e tagli alle tasse per stimolare consumi e investimenti (60 miliardi). Di fatto i consumi verrebbero incentivati introducendo una serie di rimborsi fiscali a favore delle famiglie più povere e anticipando delle riduzioni sulle aliquote marginali già previste per l'anno 2004. Gli investimenti dovrebbero essere invece favoriti dalla abolizione della *corporate minimum tax* e dalla possibilità di utilizzare nel corso del 2001 e 2002 - ma è prevista una estensione di tale provvedimento sino al 2006 - le perdite di esercizio per sanare precedenti debiti fiscali. Sostanzialmente quindi la manovra verrebbe attuata ricorrendo per lo più a tagli *una tantum* alle tasse.

Su tale manovra sono state espresse diverse critiche. Il *Joint Tax Committee* ha espresso qualche perplessità dopo aver dimostrato che il taglio fiscale proposto

dalla Amministrazione Bush possa di fatto costare al bilancio federale – nel solo anno 2002 – dai 90 ai 120 miliardi di dollari, anziché gli originari 60. Tuttavia il maggiore problema non è tanto costituito dalla riduzione del surplus e dalla creazione di deficit nel biennio 2001-2 (le prime stime mostrano una riduzione del surplus per l'anno 2001 di quasi 100 miliardi di dollari e un deficit di quasi 40 miliardi di dollari per il 2002 – il primo registrato dal 1997), quanto piuttosto dalla sostenibilità nel tempo di queste misure – qualora parte di queste assumessero un natura permanente (come potrebbe essere nel caso delle misure volte a incentivare gli investimenti). I critici sostengono infatti che una politica di forti tagli alle tasse – qualora si trasformasse da una manovra *una tantum* a provvedimento avente natura strutturale - possa seriamente minare in modo permanente il mantenimento di una posizione *close to balance or in surplus* da parte dell'Amministrazione federale. Per di più i critici di tale intervento non hanno mancato di sottolineare come combinando gli interventi post-11 settembre (di entità pari all'1,5% del PIL) con le misure già decise da Bush per l'anno 2002 prima dell'estate (di entità pari allo 0,5% del PIL) si verrebbe a produrre un *fiscal boost* di 150-180 miliardi, pari a 2 punti percentuali di PIL; una cifra di gran lunga superiore a quella stimata da Greenspan (1% del PIL), compatibile con il mantenimento di tassi di interesse invariati. Infine sono state espresse perplessità sulla stessa efficacia della manovra nello stimolare la domanda di consumi e investimenti. Da più parti è stato infatti ricordato che nel breve periodo è molto più espansiva una politica di espansione della spesa rispetto ad una fondata sulla riduzione delle entrate; infatti, come verrà ricordato ancora più avanti, una parte delle minori tasse pagate – grazie ai *tax cuts* – verrebbe probabilmente risparmiata non potendo quindi contribuire a rilanciare la domanda.

Il quadro congiunturale è dunque caratterizzato dalla presenza di due forze contrastanti che operano all'interno di uno scenario caratterizzato da un marcato rallentamento già in atto da diversi mesi. Da un lato vi è il deciso deterioramento delle aspettative – elemento tipico della *fear economy* – che comporta una caduta cospicua della domanda; dall'altro vi è un *policy mix* molto espansivo, sia sul fronte monetario che sul fronte fiscale, che comporta una notevole accentuazione degli stimoli alla domanda aggregata. Per tentare di comprendere quale delle due forze tenderà a prevalere nei prossimi mesi

cercheremo di analizzare due possibili scenari estremi: il primo fondato su una visione ottimistica, che sembra essere stata sposata dai mercati finanziari nelle ultime settimane; il secondo che invece si riferisce ad una interpretazione pessimista che trova ragione nell'esistenza di pesanti squilibri all'interno dell'economia USA, antecedenti l'attacco terrorista.

Lo scenario (ottimista) dei mercati finanziari

La reazione dei mercati finanziari, all'indomani della crisi, è stata di duplice natura. Inizialmente si è prodotta una generalizzata, cospicua flessione dei corsi azionari su tutte le maggiori piazze, ed in particolare su quelle europee – su cui si è concentrata la maggior parte delle vendite, complice la chiusura per 4 giorni consecutivi dei mercati americani. Il giorno dell'attacco le perdite sono infatti risultate pesanti, per acuirsi ulteriormente nei giorni successivi. Alla riapertura dei mercati USA, Dow Jones e Nasdaq perdevano solo il 7% (anziché il previsto 10%), che arrivava al 14 e 16% nel giro di una sola settimana. Ciononostante, dopo 3-4 settimane la situazione è andata prima stabilizzandosi e in seguito migliorando, al punto che - sebbene l'incertezza sia ancora molto consistente - su tutte le principali piazze finanziarie si sono raggiunti (o addirittura superati) i livelli antecedenti l'11 settembre.

Come già anticipato in precedenza, un ruolo non banale nel processo di determinazione di tale risultato è stato svolto dalle Banche Centrali, che hanno fornito ingenti quantità di liquidità in dollari. Ad esempio, la FED ha iniettato nel sistema bancario più di 45 miliardi di dollari non appena è diventato chiaro che la Bank of New York - che agisce come importante intermediario sulla piazza di New York - aveva grossi problemi nell'effettuare transazioni. Va tuttavia notato che la disponibilità di maggior liquidità avrebbe dovuto – in un così breve periodo – limitare solo la possibilità di *market-gridlock*, dovuti agli effettivi problemi di liquidità fronteggiati da alcuni operatori particolarmente esposti con la piazza di Wall Street. La maggior liquidità non avrebbe dovuto incidere sul trend delle quotazioni. D'alto canto, va anche ricordato come gli stessi operatori di mercato abbiano svolto una funzione essenziale, essendosi intensamente adoperati per disincentivare la clientela dall'assumere posizioni di vendita. La combinazione di maggior liquidità e di continue assicurazioni da parte delle maggiori banche di

investimento volte a scoraggiare massicce operazioni di *short-selling* ha quindi prodotto un deciso rimbalzo verso l'alto delle quotazioni delle principali piazze finanziarie.

Tuttavia questa descrizione degli eventi non chiarisce più di tanto le motivazioni che hanno guidato i principali operatori di mercato ad assumere questa (e non altre) *market view*. In effetti i mercati sembrano aver sposato lo scenario più ottimista - tra i vari possibili - del dopo-crisi. Gli ingredienti di tale scenario sono sostanzialmente tre. *In primis* il conflitto dovrebbe essere circoscritto sia nello spazio che nel tempo, garantendo un rapido miglioramento del clima di fiducia; in secondo luogo, il prezzo del petrolio non dovrebbe conoscere sostanziali incrementi; infine, i pesanti stimoli monetari e fiscali dovrebbero essere in grado di alimentare in modo sufficiente la domanda aggregata, peraltro beneficiaria della (riuscita) stabilizzazione delle aspettative. Implicitamente però i mercati scontano soprattutto l'ipotesi secondo cui le borse non hanno bisogno di correzioni in quanto esprimono delle quotazioni sostanzialmente allineate con le grandezze fondamentali, che nel caso di diverse economie industrializzate - tra cui quella USA - sono ben lungi dall'essere negative. Ne consegue che - secondo tale visione - una ripresa a V già nel corso del 2002 diventa lo scenario più probabile.

TAB. 1.2 - Andamento dei corsi azionari in diversi mercati

Indice	Var. %	
	11 settembre - minimo post-attacco	11 ottobre - 11 settembre
FTSE 100	-12	2,6
Hang Seng	-14	1,5
Nikkei 225	-7	1,5
FTSE Eurotop 300	-15	0,8
S&P	-12	0,2
Xetra Dax	-19	-0,2
Nasdaq	-16	-0,7
Cac 40	-17	-1,2
Dow Jones industrial	-14	-2,3

Lo scenario (pessimista): la *fear economy* al termine di un *over-investment (profit) cycle*

Uno scenario completamente differente è quello recentemente riproposto dall'Economist, che mostra come le prospettive dell'economia USA – e più in generale dell'economia internazionale – siano meno rosee di quanto sinora scontato dai mercati finanziari. Tale scenario muove dalla ipotesi che l'economia USA sia ancora caratterizzata da un consistente eccesso di capacità produttiva, dovuto all'esistenza di un precedente ciclo di sovra-investimento, stimolato dalla forte crescita dei profitti durante gli anni '90. Quando i profitti iniziano a diminuire, nel tentativo di recuperare la profittabilità perduta le imprese entrano in una fase di *retrenchment* (tagli al personale e all'attività produttiva) per ridurre l'eccesso di capacità produttiva (*overbuilding*), mentre i consumatori risparmiano di più per far fronte all'eccesso di indebitamento (*overborrowing*). Di conseguenza, quando un *profit-cycle* volge al termine, la domanda si riduce non tanto per via dei maggiori tassi di interesse – imposti dalla Banca Centrale per tenere sotto controllo la crescente inflazione al termine del più tradizionale *inflation cycle* – quanto a causa dei minori profitti, del calo del mercato azionario e degli investimenti.

Inutile sottolineare che la congiuntura recentemente vissuta dal sistema economico americano prima dell'11 settembre sembra soddisfare i requisiti tipici di un *profit-cycle* giunto alla sua conclusione. Il mercato azionario dopo aver raggiunto i massimi alla fine del mese di marzo 2000 ha imboccato una parabola discendente. Il tasso di disoccupazione – dopo aver toccato il punto di minimo nel settembre dello scorso anno (3,9% della forza lavoro) – ha seguito una tendenza crescente. La capacità produttiva è utilizzata solo per il 75,5%, che costituisce il livello minimo degli ultimi 18 anni. Contemporaneamente le famiglie hanno iniziato a soffrire per il peso del crescente indebitamento, che tende a incidere sempre di più per via della ridotta crescita del reddito disponibile.

In un contesto di questo tipo la politica monetaria perde parte della sua efficacia, in quanto la riduzione dei tassi di interesse non è in grado di stimolare un'economia caratterizzata da un eccesso di capacità produttiva. Analogamente anche la politica fiscale non è in grado di incidere in modo netto e immediato sulla disponibilità a spendere da parte di famiglie e imprese. Le imprese con

eccesso di capacità non intendono investire, indipendentemente dalle condizioni prevalenti in termini di tasse (oltre che di tassi). In modo simile i consumatori gravati da debiti tendono a destinare una parte degli sgravi fiscali all'aumento dei propri risparmi e alla riduzione del proprio debito, piuttosto che all'aumento dei consumi.

Se alla condizione tipica di un'economia con sovra-investimento si sovrappongono le incertezze della *fear-economy*, una ripresa a V a partire dall'anno venturo diventa assai improbabile. A tale proposito basterà ricordare ancora una volta il pesante deterioramento del grado di fiducia dei consumatori, oltre alla forte riduzione (-6%) del numero di imprese (medio-piccole) disposte a investire in maggior capacità produttiva, all'indomani dell'attacco terroristico.

Secondo questa visione alternativa, le prospettive dell'economia statunitense risentono dunque degli squilibri già esistenti al suo interno (scarsi risparmi personali, eccessivo indebitamento del settore privato, eccessivo indebitamento estero) che sono ora aggravati dal diffuso clima di incertezza. Inoltre se si considera che sia l'economia giapponese che quella europea continuano a sperimentare difficoltà nell'uscire dalla recessione (la prima) e nell'avviare una sostenuta fase di ripresa (la seconda), lo scenario per l'intera economia internazionale non può, secondo la visione pessimistica, che essere condizionato negativamente.

Giappone: un'altra recessione?

Tecnicamente, il Giappone non è ancora entrato in recessione, non avendo ancora sperimentato due trimestri consecutivi di riduzione del PIL. Infatti, nel II trimestre dell'anno in corso si è verificato un calo del PIL dello 0,8% ma esso fa seguito ad una leggera crescita nel I trimestre. Tuttavia, le previsioni di consenso propendono per il manifestarsi di una vera e propria recessione verso la fine dell'anno. Si tratterebbe della quarta recessione nel corso di un decennio.

Recentemente, la dinamica della domanda aggregata è stata frenata, oltre che dalla fase di semistagnazione che caratterizza consumi ed investimenti ormai da anni, anche dall'apprezzamento dello Yen. Per evitare le conseguenze negative sulla domanda estera di un apprezzamento dello Yen, la Banca Centrale

giapponese ha recentemente venduto oltre 2.260 miliardi di Yen (pari a 19 miliardi di dollari). Tuttavia, nonostante il massiccio intervento lo Yen ha perso solo il 2%, rimanendo attorno a 120 Yen per dollaro. In assenza di ulteriori interventi, lo Yen è destinato a apprezzarsi a causa dei massicci rientri di capitale in Giappone, primariamente per via della chiusura di posizioni in dollari a seguito soprattutto della crisi di fiducia successiva all'11 settembre. Secondo alcuni analisti, la continua creazione e vendita di Yen sui mercati valutari può essere la strategia vincente per fermare la deflazione e indurre aspettative inflazionistiche (la "ricetta" eterodossa per combattere la deflazione e recessione giapponese auspicata da Paul Krugman).

Per quanto riguarda le componenti interne della domanda aggregata, il grado di fiducia dei consumatori è sempre molto basso, come mostrato dall'indice Tankan. In settembre l'indice è risultato negativo (-33 contro il -16 registrato nel trimestre conclusosi a giugno). Si tratta del terzo trimestre consecutivo in cui si registra un indice di segno negativo. La spesa delle famiglie si è ridotta dello 0,8% tendenziale in agosto. Inoltre tutte le imprese manifatturiere riportano un eccesso di manodopera e un livello molto alto delle scorte. Esse prevedono infine tagli ai piani di investimento in capacità produttiva.

Sullo sfondo di un panorama della domanda aggregata decisamente depresso, la dinamica dell'attività produttiva non può che essere fiacca e quella dei prezzi negativa. L'indice della produzione industriale, infatti, ha raggiunto i minimi dal 1973. L'indice dei prezzi al consumo è caduto dello 0,9% in agosto.

Le preoccupazioni per la fase congiunturale in corso sono rafforzate in primo luogo dal peggioramento dello scenario macroeconomico in USA - che rappresenta un fondamentale mercato di sbocco per il Giappone - dallo stato ancora critico del sistema bancario e finanziario e dalla ulteriore caduta dell'indice Nikkei, sceso sotto quota 10.000 per la prima volta dal 1983 e caduto del 25% negli ultimi 6 mesi.

La crisi del mercato azionario si ripercuote negativamente sul grado di solidità - peraltro già dubbio da parecchi anni - del sistema bancario: la caduta del Nikkei negli ultimi 6 mesi, infatti, costringerà le banche a una ulteriore revisione verso il basso del valore delle loro attività a bilancio (operazione prevista per la fine dell'anno fiscale) provocando un deterioramento del capitale netto delle banche.

Il Governo ha annunciato l'ennesimo pacchetto (per un ammontare nominale di 16 miliardi di dollari) di misure fiscali volte a stabilizzare il ciclo e a facilitare le riforme strutturali. E' appena il caso di ricordare che anche la politica fiscale (oltre a quella monetaria) nel caso giapponese risulta essere un'arma spuntata. Finora ha mantenuto l'economia poco sopra la linea di galleggiamento ma si è rivelata incapace di innescare un'espansione della domanda interna.

Eurolandia: il rallentamento è più forte del previsto

Nel secondo trimestre, il PIL dell'UME è cresciuto solo dello 0,1% rispetto al trimestre precedente. Rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, la crescita nell'aggregato è del 2% con un minimo dell'1,2% per la Germania e un massimo del 13,2% per l'Irlanda. L'Italia è sostanzialmente in linea con la media (2,3%). Il contributo più rilevante alla crescita del PIL dell'UME viene dalla domanda interna (1,2 punti percentuali). Tra le componenti della domanda interna, quella più vivace è costituita dai consumi delle famiglie. Gli investimenti delle imprese si sono contratti (in termini congiunturali). La domanda estera netta ha fornito un contributo limitato (0,8 punti percentuali).

In verità il clima di fiducia (e le previsioni congiunturali) attorno all'espansione europea era peggiorato ancor prima dell'attacco terroristico agli USA. In calo risultavano da tempo la fiducia delle famiglie e delle imprese ed altri indicatori sensibili al ciclo. La Commissione europea ha reso pubblici gli ultimi dati dell'indagine sul grado di fiducia: l'indice del grado di fiducia di Eurolandia è sceso in agosto dello 0,8% mentre è rimasto stabile in settembre (rilevazione prima dell'11 settembre).

Il tasso di disoccupazione è fermo all'8,3% in agosto come in luglio e giugno. Tuttavia in termini tendenziali la riduzione della disoccupazione è stata solo di 0,4% (mentre un anno prima la riduzione tendenziale era stata dell'1,2%). Si prevede che la disoccupazione media torni al di sopra del 9% in Europa con la prossima primavera.

Fortunatamente si sono affievolite fortemente le tensioni inflattive (il tasso di inflazione tendenziale in settembre è sceso al 2,5% dal 2,7% di agosto) il che lascia spazio a possibili future riduzioni dei tassi.

In una situazione congiunturalmente difficile, stanno emergendo dubbi sulla tenuta del Patto per la Stabilità e la Crescita. Serpeggia la tentazione di lasciar operare gli stabilizzatori automatici: maggior disoccupazione e minor crescita producono un naturale aggravio dei conti pubblici. In Germania, in particolare, si pensa, anche se non ufficialmente, che il deficit per l'anno venturo possa raggiungere i due punti di PIL. Per effetto del deterioramento delle aspettative dovuto alla *fear economy* post 11 settembre, la ripresa che originariamente era attesa per la fine dell'anno in corso, complice la riduzione del prezzo del petrolio, pare a questo punto rinviata a data da destinarsi. Secondo alcuni la ripresa tornerà durante il secondo semestre 2002.

In **Germania**, la (peraltro modesta) dinamica dell'attività produttiva nel primo semestre sembra attribuibile ai consumi privati. L'accumulazione di capitale, invece ha dato un contributo negativo. Gli investimenti delle imprese sono in fase di contrazione ormai da tre trimestri. La produzione industriale ha registrato una diminuzione congiunturale dell'1,6% in luglio.

Con una congiuntura fiacca e sull'onda del (modesto) apprezzamento dell'euro e della dinamica contenuta dei prezzi in dollari delle materie prime, il tasso di inflazione in agosto (2,6% tendenziale) segnala un rientro delle tensioni inflazionistiche che avevano raggiunto un picco nella tarda primavera.

Gli indicatori anticipatori sono concordi nel suggerire un rallentamento congiunturale accentuato – tendenzialmente più acuto che per il resto dell'area Euro – e di non immediato superamento.

In **Francia** si segnala la forte discesa dell'indice di fiducia delle famiglie (-10 in agosto e -15 in settembre). Anche la fiducia degli imprenditori sta diminuendo fortemente. Nel frattempo la disoccupazione è tornata ad aumentare. Negli ultimi 4 mesi è passata da 8,8 al 9%.

Nel III trimestre il PIL è cresciuto dello 0,3%, in ribasso rispetto allo 0,4% del II trimestre. La crescita, sulla base della performance del III trimestre, procede ad un tasso annualizzato dello 1,8% annuo (nel 2000 la crescita era stata del 3,4%).

Il Governo sta cercando di rendere più flessibile il mercato del lavoro per raggiungere obiettivo di un tasso di disoccupazione pari all'8,5% alla fine del 2001.

Per quanto riguarda **l'Italia**, la maggior dipendenza dal commercio extra-europeo del nostro paese (simile in questo alla Germania) pone in serio dubbio la possibilità di resistere allo shock negativo dell'11 settembre che dovrebbe frenare di molto l'interscambio internazionale.

Prima dell'11 settembre le imprese italiane erano in controtendenza rispetto a quelle francesi e tedesche. Il clima di fiducia era infatti in miglioramento, mentre in Germania diminuiva passando da 92 a 88 e in Francia da 95 a 91. Le imprese italiane infatti scontavano riduzione delle scorte, recupero della domanda e aspettative favorevoli per la produzione. Questo scenario relativamente favorevole sta venendo meno. Sulla base delle informazioni resi disponibili in estate, il rallentamento congiunturale in corso è più accentuato del previsto.

Nel primo semestre il PIL è cresciuto del 2% tendenziale. L'inflazione a settembre è contenuta al 2,6%. Ma è in fase di contrazione l'attività produttiva nel settore industriale e gli indicatori anticipatori non lasciano presagire nulla di buono per il prossimo futuro. In un contesto nel quale la domanda estera netta non può più costituire il volano della ripresa, non resta che sperare nella domanda interna. In realtà, probabilmente rimarrà fiacca la dinamica degli investimenti – soprattutto di quelli in ampliamento della capacità produttiva – sulla scia di quanto sta accadendo oltralpe e in Germania. I semi gettati dai provvedimenti di incentivazione dei consumi e degli investimenti contenuti nella legge finanziaria sono probabilmente destinati a cadere, per lo sfavorevole clima psicologico in cui operano famiglie e imprese, su un terreno poco fertile.

2. LA FINANZA PUBBLICA*

Nel 2001 si registra ancora un miglioramento dei conti pubblici, anche se meno marcato di quello programmato. L'evoluzione delle entrate e spese pubbliche nei primi nove mesi dell'anno ha fugato molti dei timori, inizialmente espressi da esponenti del nuovo Governo, su una inversione di tendenza lungo il sentiero del riequilibrio intrapreso ormai da diversi anni.

Per il 2002, nonostante le incertezze del quadro macroeconomico a livello internazionale, il nuovo Governo ha confermato gli obiettivi dichiarati nel Documento di programmazione economico-finanziaria predisposto nello scorso mese di luglio, gli stessi obiettivi che, per il 2002, erano stati proposti nella precedente legislatura.

Le pagine che seguono illustrano il pre-consuntivo del 2001 e gli obiettivi di medio periodo della politica di bilancio, come espressi nel DPEF per il periodo 2002-2006 e confermati nella Relazione previsionale e programmatica per il 2002. Presentano infine la manovra finanziaria per il 2002, con riferimento ai principali comparti di entrate e di spese.

2.1 Il preconsuntivo 2001

Gli esiti di finanza pubblica del 2001, sulla base delle (invero scarse) informazioni contenute nella Relazione Previsionale e Programmatica per il 2002, dovrebbero evidenziare qualche scostamento rispetto agli obiettivi programmati alla fine del 2000, secondo quanto era stato già annunciato nella Relazione trimestrale di cassa presentata a fine aprile. In particolare (TAB. 2.1), l'avanzo primario dovrebbe risultare pari a 120.100 miliardi di lire a fronte dell'obiettivo di 124.500, riducendo la sua incidenza sul PIL; l'indebitamento si attesterebbe sui 26.700 miliardi, contro i 19.500 programmati, pari all'1,1% del PIL.

Lo scostamento tra risultati e obiettivi, in termini di indebitamento netto, ammonterebbe pertanto a 7.200 miliardi, derivanti per 4.400 miliardi da maggiori

* A cura di M. Flavia Ambrosanio

pese (le entrate fiscali risultano infatti in linea con gli obiettivi) correnti e in conto capitale e maggiori spese per interessi per 2.800 miliardi.

La divergenza rispetto ai valori programmati per il 2001 assume pertanto dimensioni molto modeste, che inducono a ribadire il giudizio espresso nello scorso numero di Osservatorio Monetario, e cioè che il processo di riequilibrio della finanza pubblica italiana si sta realizzando in linea con gli obiettivi da tempo fissati.

A supporto di queste affermazioni, è opportuno considerare che nei primi nove mesi del 2001, il fabbisogno di cassa del settore statale è risultato pari a 57.500 miliardi, contro i 46.581 dei primi nove mesi del 2000.

L'evidenza dei fatti svuota pertanto di contenuto gli annunci allarmistici di fine primavera, provenienti dal Ministero del Tesoro, ed in buona parte condivisi dal Governatore della Banca d'Italia, sull'ormai famoso "buco" nei conti pubblici. Se ci fosse stato, e nelle gravi dimensioni prospettate, il Governo, per rispettare gli impegni in sede europea, non avrebbe potuto fare a meno di attuare una manovra correttiva, che desse effetti significativi ed immediati. La manovra non c'è stata.

TAB. 2.1 – I conti della P.A.: obiettivi e pre-consuntivo 2001
(migliaia di miliardi di lire)

	2000 cons.	2001 obiettivi	2001 pre-cons.
Avanzo primario	111,8	124,5	120,1
In % del PIL	5,0	5,3	5,1
Interessi passivi	146,1	144,0	146,8
In % del PIL	6,5	6,2	6,5
Indebitamento netto	34,3	19,5	26,7
In % del PIL	1,5	0,8	1,1
Risparmio pubblico	39,7	47,0	48,4
In % del PIL	1,8	2,0	2,0
Entrate fiscali	957,6	997,2	1000,5
In % del PIL	42,4	42,0	42,2
Debito/PIL	110,2	106,2	107,5

2.2 Lo scenario di medio periodo: il Documento di programmazione economico-finanziaria 2002-2006

La TAB. 2.2 illustra l'evoluzione tendenziale, nel senso di evoluzione a legislazione vigente, dei flussi e dei saldi di finanza pubblica nel periodo 2002-6, contenuta nel Documento di programmazione economico-finanziaria, predisposto nel mese di luglio.

Le previsioni a legislazione vigente sono state ottenute sulla base di alcune ipotesi che sembra opportuno richiamare.

TAB. 2.2– I conti della P.A.: previsioni a legislazione vigente 2001 – 2006
(valori in % del PIL)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Pressione fiscale	42,2	41,7	41,4	41,3	41,4	41,4
Spese correnti netto interessi	37,1	37,1	36,8	36,7	36,3	36,1
Interessi passivi	6,5	6,1	6,0	6,0	5,9	5,7
Totale spese correnti	43,6	43,2	42,8	42,7	42,2	41,9
Spese in conto capitale	3,4	3,7	3,7	3,6	3,5	3,4
Spese complessive	47,0	46,9	46,5	46,3	45,7	45,3
Risparmio pubblico	2,0	1,5	1,6	1,6	2,1	2,4
Avanzo primario	5,1	4,4	4,3	4,6	5,0	5,4
Indebitamento netto	1,1	1,7	1,7	1,4	0,9	0,4

Per quanto riguarda i flussi di entrata, per il gettito tributario complessivo (non ci sono ipotesi e valutazioni specifiche sull'andamento delle singole imposte o comparti di imposte) si è assunta l'ipotesi di crescita secondo una elasticità al PIL pari a 0,9 nel biennio 2002-3 e pari a 1,1 nei tre anni successivi; l'aumento dell'elasticità del gettito al PIL a partire dal 2004 è giustificato dal venir meno degli effetti dei provvedimenti di sgravio fiscale adottati negli anni precedenti. Come punto di riferimento, si ricorda che nel triennio 1998–2000 l'elasticità media del gettito tributario al PIL è stata pari a 1,4. Il gettito dei contributi sociali è invece previsto crescere con una elasticità media di 0,8 rispetto al PIL in tutto il periodo considerato (tale elasticità è stata pari a 0,9 nel 1999 e nel 2000).

Per ciò che concerne le spese, la previsione degli oneri per il personale in servizio si basa sull'invarianza del numero dei dipendenti pubblici e sulla crescita delle retribuzioni pubbliche in conseguenza della concessione dell'indennità di vacanza contrattuale con cadenza biennale. I consumi intermedi, inclusivi della spesa sanitaria, sono previsti crescere più del PIL nominale, con una elasticità pari a 1,2 in media nel periodo. In realtà è probabile che la crescita della spesa sanitaria sia stata sopravvalutata, dal momento che "... non si è tenuto conto, in attesa della concreta attuazione amministrativa, degli effetti finanziari correlati alle politiche di risparmio che le Regioni dovrebbero adottare, nel rispetto del Patto di stabilità interno, per fronteggiare i maggiori oneri emergenti". Nel caso della spesa sanitaria, potremmo dire che la previsione incorpora anche il criterio dei "comportamenti invariati". Per le pensioni, le previsioni a legislazione vigente indicano un tasso di crescita del 4,4% medio annuo, sulla base dell'andamento del numero di prestazioni da erogare e dell'adeguamento delle prestazioni all'inflazione programmata. Infine, le spese in conto capitale sono state stimate sulla base delle nuove autorizzazioni determinate dalle precedenti leggi finanziarie e dell'entità dei residui passivi.

Lo scenario tendenziale di finanza pubblica mostra pertanto le seguenti caratteristiche: a) la pressione fiscale scenderebbe dal 41,7% nel 2002 al 41,4% nei quattro anni successivi; b) la quota sul PIL delle spese correnti al netto degli interessi si ridurrebbe gradualmente di un punto percentuale tra il 2002 e il 2006; c) anche la quota sul PIL degli oneri per interessi passivi scenderebbe dal 6,1% nel 2002 al 5,7% nel 2006; d) le spese complessive passerebbero dal 46,9% al 45,3% del PIL; e) i tre saldi rilevanti del bilancio pubblico sarebbero tutti in miglioramento, il risparmio pubblico aumenterebbe dall'1,5% al 2,4% del PIL e l'avanzo primario dal 4,4% al 5,4%, l'indebitamento netto si ridurrebbe dall'1,7% allo 0,4% del PIL.

L'evoluzione tendenziale dei flussi e dei saldi del bilancio pubblico indica che la finanza pubblica italiana procede, anche in assenza di nuovi interventi discrezionali, su un sentiero molto meno aspro e accidentato che in un passato non così lontano. Ciò non significa affermare che tutti i problemi connessi all'evoluzione delle entrate e delle spese pubbliche siano stati definitivamente risolti e che la finanza pubblica italiana non necessiti più di un attento governo; si vuole soltanto porre l'accento sul fatto che le azioni intraprese negli ultimi anni

hanno prodotto un miglioramento non solo temporaneo ma anche strutturale del quadro di finanza pubblica, tanto più significativo se si ricorda la situazione alla vigilia dell'entrata nell'Unione Monetaria.

A fronte dello scenario tendenziale appena delineato, si pongono gli obiettivi programmatici del Governo, espressi in primo luogo nel DPEF 2002-2006, successivamente confermati nella Relazione previsionale e programmatica per il 2002.

Sotto il profilo quantitativo, gli obiettivi sugli indicatori rilevanti delle Amministrazioni Pubbliche sono definiti in termini di rapporti al PIL (TAB. 2.3). Rispetto alle previsioni a legislazione vigente, l'avanzo primario programmato dovrebbe crescere nel 2002 e nel 2003 e poi registrare una modesta riduzione, mantenendosi comunque su valori molto elevati, superiori al 5%. Anche il risparmio pubblico dovrebbe aumentare nel 2003 e mantenersi poi superiore al 3% del PIL. Per ciò che concerne l'indebitamento netto, il pareggio di bilancio sarebbe conseguito nel 2003 e mantenuto nei tre anni successivi. Il rapporto tra debito pubblico e PIL scenderebbe al di sotto del 100% a partire dal 2004.

TAB. 2.3 – Il quadro programmatico della P.A.
(in % del PIL)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Avanzo primario	5,1	5,5	5,9	5,8	5,6	5,4
Interessi passivi	6,5	6,0	5,8	5,8	5,6	5,4
Indebitamento netto	1,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Pressione fiscale	42,2	42,0	41,5	40,4	39,3	38,2
Risparmio pubblico	2,0	2,6	3,5	3,3	3,3	3,1
Debito pubblico	107,5	103,2	100,6	97,9	95,5	92,8

L'ottenimento di questi risultati discenderebbe, secondo il percorso delineato dal Governo, dall'avvio di un "circolo virtuoso", che verrebbe innescato dalla "compressione della spesa corrente per finanziare la riduzione della pressione fiscale, con effetto incentivante sull'offerta di fattori produttivi". Ne deriverebbe una maggiore crescita economica, con conseguenti effetti positivi sui conti pubblici. Come è illustrato nella TAB. 2.3, la pressione fiscale si ridurrebbe dal 42% nel 2002 al 38,2% nel 2006. Contemporaneamente, le spese correnti al netto degli interessi dovrebbero ridursi dal 36,1% del PIL nel 2002 al 32,1% nel

2006. Tale riduzione implica una forte discesa del tasso di crescita delle spese correnti in termini monetari, che dovrebbe collocarsi negli intorno dell'1% annuo a partire dal 2003 (come punto di riferimento, si consideri che nel periodo 1997 – 2001, pur in presenza di una politica di bilancio non espansiva, il tasso medio annuo di crescita delle spese correnti al netto degli interessi si è collocato intorno al 4%). Tenuto conto dei tassi d'inflazione programmati, si ottiene per la spesa corrente al netto degli interessi uno scenario di invarianza in termini reali. Questo obiettivo è stato per anni inserito nella maggior parte dei documenti ufficiali programmatici di finanza pubblica, come elemento qualificante dei piani di riequilibrio. Giova anche ricordare che negli anni Novanta, il tasso medio di crescita delle spese correnti al netto degli interessi in termini reali è stato superiore all'1,2%. L'obiettivo che il nuovo Governo si propone sulle spese correnti è dunque molto, ma molto ambizioso.

2.3 La manovra finanziaria per il 2002

La correzione richiesta per ricondurre i valori tendenziali ai valori programmati ammonta a circa 26.000 miliardi di lire.

La manovra sulle entrate (TAB. 2.4) prevede maggiori incassi per 25.900 miliardi, minori incassi per 4.900 miliardi, per un totale di maggiori entrate nette pari a 21.000 miliardi.

Le maggiori entrate derivano sostanzialmente da provvedimenti di natura transitoria, dunque privi di effetti negli anni successivi al 2002. La parte più rilevante delle maggiori entrate deriva dalle dismissioni del patrimonio immobiliare pubblico, che dovrebbero fruttare ben 15.000 miliardi; 2.000 miliardi deriverebbero dal maggior gettito connesso all'emersione del lavoro irregolare; 1.900 miliardi sono attesi dal rientro dei capitali detenuti all'estero in violazione delle norme sul monitoraggio fiscale; 4.400 miliardi deriverebbero dal gettito collegato alla rivalutazione volontaria di azioni, partecipazioni e beni immobili da parte delle imprese ma anche delle persone fisiche (affrancamento di plusvalenze latenti); si stimano invece in 1.600 miliardi le maggiori entrate tributarie derivanti

dalla soppressione delle agevolazioni IRPEF introdotte con la precedente Legge finanziaria.

Le minori entrate programmate ammontano a 4.900 miliardi, che discenderebbero dall'aumento delle detrazioni per i figli a carico (aumento fino ad 1 milione per famiglie con redditi complessivi inferiori a 70 milioni) e dalla riduzione dei contributi sociali.

La manovra sulle entrate, come si è detto, è quasi esclusivamente una manovra una-tantum, ma secondo le dichiarazioni del Governo, già dal prossimo mese di novembre dovrebbero essere proposti gli interventi strutturali, da inserire nei provvedimenti collegati alla Legge finanziaria, al fine di realizzare l'obiettivo della riduzione della pressione fiscale di circa 1 punto all'anno.

TAB. 2.4 – La manovra sulle entrate per il 2002
(in miliardi di lire)

Maggiori entrate	25.900
Di cui:	
- dismissioni patrimonio immobiliare	15.000
- emersione lavoro irregolare	2.000
- rientro dei capitali dall'estero	1.900
- rivalutazione volontaria di azioni, partecipazioni, ecc.	4.400
- lotterie e giochi	1.000
- abolizione riduzione aliquote IRPEF	1.600
Minori entrate	4.900
Di cui:	
- aumento detrazioni IRPEF	2.100
- sgravi contributivi	1.400
Maggiori entrate nette	21.000

La manovra sulle spese (TAB. 2.5) è di entità più modesta e produce un peggioramento dell'avanzo primario di 3.400 miliardi; a fronte di risparmi di spesa per circa 7.000 miliardi, sono infatti programmate maggiori spese per 10.500 miliardi.

Le maggiori spese derivano per il 50% circa dai rinnovi contrattuali e dai maggiori fondi stanziati per le forze di polizia e forze armate impegnate in operazioni ad alto rischio e per il personale dirigente della scuola e per il personale della carriera diplomatica e prefettizia. L'aumento delle pensioni

minime è stimato in un maggiore esborso per 4.200 miliardi. I risparmi di spesa sono attesi da una più stringente applicazione del Patto di stabilità interno (con l'introduzione di tetti alla crescita della spesa degli enti decentrati), dal proseguimento dell'azione di riorganizzazione delle amministrazioni e da una riduzione dei consumi intermedi, dal proseguimento della politica di contenimento delle assunzioni nel pubblico impiego.

TAB. 2.5 – La manovra sulle spese per il 2002
(in miliardi di lire)

Maggiori spese	10.500
Di cui:	
- rinnovi contrattuali	5.745
- aumento pensioni minime	4.200
Minori spese	7.100
Di cui:	
- patto di stabilità interno	3.000
- minori consumi intermedi	1.100
- altre riduzioni di spesa ex legge finanziaria	2.000
Maggiori spese nette	3.400

Gli effetti complessivi della manovra sull'avanzo primario delle Amministrazioni Pubbliche sono illustrati nella TAB. 2.6. L'avanzo primario a legislazione vigente previsto in 109.200 miliardi dovrebbe aumentare a circa 132.000 miliardi, per effetto delle maggiori entrate nette e di ben 5.000 miliardi di cosiddetti "effetti indotti della manovra", non si sa se di maggiori entrate o di minori spese.

TAB. 2.6 – Effetti della manovra sull'avanzo primario della P.A
(in miliardi di lire)

Avanzo primario a legislazione vigente	109.200
- maggiori spese nette	3.400
+ maggiori entrate nette	21.000
+ effetti indotti dalla manovra	5.100
Avanzo primario programmato	131.900

In conclusione, si deve osservare che la politica di contenimento delle spese correnti, l'elemento fondamentale che caratterizza le proposte programmatiche a medio termine, nel 2002 non trova ancora inizio. Se ne riparlerà probabilmente nel 2003.

2.4 Uno sguardo all'Europa

Con l'entrata nell'Unione Monetaria, la finanza pubblica italiana è esposta molto più che in passato al confronto con le performances dei partners europei. E' quindi sempre interessante, oltre che opportuno, valutare i risultati del bilancio pubblico italiano alla luce di quelli raggiunti in ambito internazionale.

La TAB. 2.7 illustra il percorso della finanza pubblica italiana dal 1996 al 2001 e mette in evidenza gli sforzi compiuti, prima per entrare nell'Unione Monetaria Europea, poi per rispettare gli impegni assunti con il Patto di stabilità e crescita. Pur senza entrare nel dettaglio, è utile sintetizzare i risultati raggiunti nei cinque anni esaminati.

**TAB. 2.7 - I conti della Pubblica Amministrazione
in Italia: 1996 – 2001 (in % del PIL)**

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Pressione fiscale	42,5	44,5	42,9	43,0	42,4	42,2
Spese correnti netto interessi	37,6	37,9	37,4	37,8	37,1	37,1
Interessi passivi	11,5	9,4	6,0	6,7	6,5	6,5
Totale spese correnti	49,1	47,3	45,5	44,6	43,6	43,6
Spese complessive	52,9	50,7	49,2	48,4	46,1	47,0
Risparmio pubblico	-3,7	-0,2	0,2	1,6	1,8	2,0
Avanzo primario	4,4	6,7	5,2	5,0	4,9	5,1
Indebitamento netto	7,1	2,7	2,8	1,8	1,6	1,1

Sul fronte della pressione fiscale, l'aumento di ben 2 punti tra il 1996 e il 1997 (si ricordi il cosiddetto "contributo per l'Europa") è stato gradualmente riassorbito e nel 2001 si è ritornati al 42,2%, un livello inferiore a quello del 1996. Per quanto riguarda le spese complessive, tra il 1996 e il 2000 la quota sul PIL si è ridotta di circa 7 punti, 5 imputabili alla compressione delle spese per interessi passivi, i restanti alle spese al netto degli interessi. Tutti i saldi di bilancio sono

migliorati sensibilmente. Il risparmio pubblico, negativo nel 1996 ed anche nel 1997, ha raggiunto nel 2001 il 2% del PIL. L'avanzo primario, dopo il balzo del 1997, si è mantenuto stabile intorno al 5%. L'indebitamento netto è sceso dal 7,1% del PIL nel 1996 all'1,1% nel 2001.

Come si collocano questi risultati nel contesto europeo? Le TABB. 2.8 e 2.9 mostrano gli indicatori principali del bilancio pubblico in Italia, in Euro-zone e nell'Unione a 15 nel periodo 1997 – 2001. Per quanto concerne il livello della pressione fiscale e la quota della spesa pubblica complessiva sul PIL, l'Italia è oggi sostanzialmente in linea con la media dei Paesi europei.

TAB. 2.8 - Entrate fiscali e spese totali in Europa
(in % del PIL)

	Pressione fiscale		Spese totali % del PIL	
	1997	2001	1997	2001
Italia	44,5	42,2	50,7	47,0
Euro-zone	43,0	41,8	51,0	47,1
EU 15	42,3	42,0	50,4	46,1

TAB. 2.9 - Indicatori di finanza pubblica in Europa*
(in % del PIL)

	Indebitamento netto		Avanzo primario		Debito pubblico	
	1997	2001	1997	2001	1997	2001
Italia	2,7	1,1	6,7	4,8	120,2	107,7
Euro-zone	2,6	0,7	2,5	3,2	74,3	67,7
EU 15	2,4	1,1	2,5	5,2	71,1	50,7

* I dati riportati in tabella non includono i proventi dalla vendita delle licenze UMTS nel 2000 (Germania, Regno Unito, Italia, Olanda, Austria, Portogallo e Spagna)

La maggiore pressione fiscale nel 1997 rende conto della maggiore correzione che si è resa necessaria, rispetto agli altri Paesi, per entrare nell'Unione Monetaria. Se si osservano i saldi di bilancio, l'indebitamento netto risulta più elevato rispetto alla media di Euro-zone, mentre sensibilmente migliore è il livello dell'avanzo primario. La nota dolente resta il rapporto debito/PIL, che è più del doppio rispetto alla media dell'Unione a 15.

3. TASSI DI INTERESSE, MONETA E BANCHE: EVOLUZIONE CONGIUNTURALE E PREVISIONI DEI TASSI*

La congiuntura monetaria prima dell'11 settembre si presentava con tassi d'interesse in calo, originati dal tentativo delle autorità monetarie americane di orientare la politica monetaria in senso anti-ciclico. La BCE seguiva, con maggiore prudenza, gli orientamenti della FED. Già prima dell'11 settembre i tassi d'interesse erano in calo sia negli USA che in Europa. Gli aggregati monetari in Europa erano in espansione, la loro crescita sostenuta, oltre che dalla riduzione dei tassi, anche dall'andamento delle borse che incoraggiava scelte di portafoglio più orientate alla liquidità. Gli accadimenti dell'11 settembre hanno accresciuto l'incertezza sulla evoluzione dell'economia mondiale, incidendo significativamente, almeno nel breve periodo, sul clima di fiducia nell'area dell'euro e sulle prospettive dell'andamento del reddito. In relazione a tali fatti e di concerto con la FED, la BCE ha ridotto di 50 punti base, al 3,75% il tasso minimo di offerta per le operazioni di rifinanziamento principali dell'Eurosistema. Le previsioni per l'Italia indicano una ulteriore riduzione dei tassi bancari e del credito. Nel complesso, gli interventi delle autorità monetarie sembrano avere riportato un po' di ordine nella operatività dei mercati finanziari. Ad alcuni aspetti del post 11 settembre è dedicato anche il successivo capitolo 4.

3.1 Tassi ufficiali e cambio

Nel corso del secondo quadrimestre del 2001, si sono avute tre successive riduzioni dei tassi ufficiali. L'11 maggio il tasso delle operazioni di rifinanziamento principali è stato ridotto di 25 punti base; il 30 agosto si è avuta una seconda riduzione di 25 punti base; il 17 settembre di altri 50 punti base. La riduzione dell'11 maggio era già stata commentata in OM 2/2001.

La riduzione del 30 agosto, dal 4,50 al 4,25%, come risulta dalla FIG. 3.1, era stata interamente prevista dagli operatori: nei giorni precedenti l'intervento, infatti, il differenziale normalizzato tra l'Euribor a 1 mese e il Repo era

* A cura di G. Verga.

progressivamente sceso di circa 25 punti base. Di fronte a una situazione in cui le previsioni degli esperti (TAB. 3.1) e la maggior parte degli indicatori del primo e secondo “pilastro” segnalavano per l’area-Euro una riduzione delle pressioni inflazionistiche e della crescita economica, la Banca Centrale ha ritenuto corretto introdurre un leggero allentamento nella politica monetaria, con l’intenzione di procedere ad altre riduzioni a mano a mano che le tendenze in atto si fossero consolidate. Quest’iniziale intenzione è stata confermata in una conferenza dell’11 ottobre scorso da Duisenberg quando, rispondendo a una precisa domanda sull’argomento, ha dichiarato: “Ritengo molto probabile che, se non avessimo preso la decisione del 17 settembre [= di ridurre il Repo di mezzo punto in accordo con la FED dopo l’attentato terroristico], avremmo preso una decisione, anche se in scala minore, dieci giorni dopo nella normale riunione del Consiglio Direttivo.”

TAB. 3.1 – Previsioni di *consensus forecast*

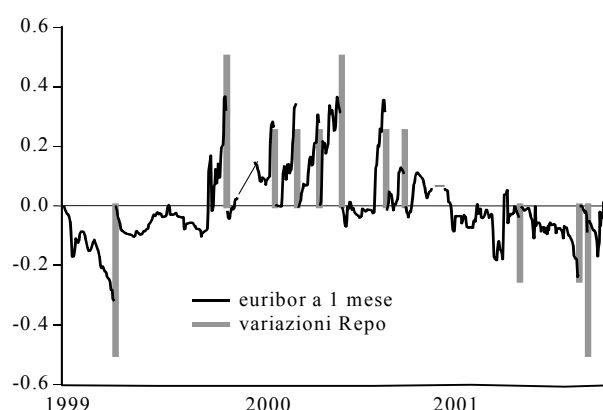
Data inchiesta:	Inflazione					Crescita del PIL in termini reali				
	2001	2002	2003	2005	2006	2001	2002	2003	2005	2006
2000 Ago	2,0	1,8	-	-	-	3,1	2,8	-	-	-
Nov	2,0	1,8	-	-	-	3,1	2,8	-	-	-
2001 Feb	2,0	1,7	-	1,8	-	2,7	2,8	-	2,7	-
Mag	2,3	1,8	-	-	-	2,5	2,6	-	-	-
Ago	2,7	1,9	1,8	-	1,8	2,0	2,4	2,6	-	2,6

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

Nel frattempo, però, gli attacchi terroristici agli Stati Uniti dell’11 settembre hanno profondamente modificato lo scenario internazionale determinando forti interventi da parte della FED e, seppur su scala più limitata, anche da parte della Banca Centrale Europea. Per quanto riguarda il Repo, il 17 settembre, in una riunione straordinaria del Consiglio Direttivo, il suo valore veniva abbassato di mezzo punto, cioè a 3,75%. Tale manovra, decisa anche perché si riteneva che “i recenti accadimenti negli Stati Uniti, influenzando negativamente il clima di fiducia nell’area-Euro, avrebbero condotto nel breve periodo a un deterioramento delle prospettive di crescita interna con un’ulteriore attenuazione dei rischi inflazionistici (conferenza stampa del 17 settembre)”, è giunta in gran parte inattesa. Nel mercato, infatti, si andavano progressivamente

formando aspettative di una possibile riduzione dei tassi ufficiali ma solo per la riunione già prevista a fine mese (FIG. 3.1); l'operazione è risultata comunque ben accetta sia dagli investitori sia dagli esperti, anche come prova della volontà della Banca di affrontare con prontezza una situazione di emergenza.

FIG. 3.1 – Differenziale normalizzato tra EURIBOR a un mese e Repo e variazioni Repo (dati giornalieri; periodo 4.01.1999 – 15.10.2001)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

Nelle riunioni del 27 settembre e dell'11 ottobre i tassi ufficiali sono stati lasciati inalterati. Secondo la BCE, infatti, “i tassi chiave risultavano già coerenti con il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo (conferenza stampa dell'11 ottobre)”. In particolare Duisenberg ha voluto puntualizzare che per quanto riguarda la crescita economica nell'area-Euro, sarebbe stato prematuro offrire un preciso giudizio sull'impatto macroeconomico dei tragici eventi occorsi negli USA. In ogni caso, “gli eventi si stanno evolvendo ancora rapidamente e la BCE rimane molto attenta a sfruttare ogni spazio disponibile.” Pertanto, “data l'elevata incertezza che regna in ambito internazionale, il Consiglio Direttivo continuerà a monitorare con la massima attenzione ogni sviluppo e a valutare le nuove informazioni nel contesto della strategia di politica monetaria orientata al medio periodo e volta al conseguimento della stabilità dei prezzi.” Per rintuzzare l'eventuale critica di non aver seguito la FED nell'ulteriore riduzione dei tassi del 2 ottobre, il Presidente ha anche sottolineato che “la decisione del 17 settembre di ridurre i tassi di 50 punti base in concerto con la FED è venuta solo due settimane

dopo che i tassi erano già stati abbassati di 25 punti base. Visto che in tutto nel recente periodo i tassi sono stati ridotti di 100 punti base, si ritiene che, in assenza di nuovi eventi o nuove informazioni, si sia raggiunta una posizione di politica monetaria coerente col mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. In aggiunta a questo va ricordato che la più sfida cruciale che le autorità - tutte le autorità - dovranno prossimamente fronteggiare è quella di ristabilire la fiducia dei consumatori e degli investitori sul loro futuro. E a questo proposito la principale questione è quale contributo possa dare la politica monetaria. Secondo noi un intervento troppo vicino al precedente, il quale era stato una chiara, pronta e appropriata reazione al terribile evento, avrebbe fallito nello scopo di ripristinare già subito la fiducia (conferenza stampa 11 ottobre 2001)”.

Molta attesa c’era quindi per l’esito della successiva riunione del Consiglio Direttivo fissata per giovedì 25 ottobre, anche perché, mentre sulla stampa era stata più volte ventilata la possibilità di una riduzione del Repo, l’opinione degli operatori deducibile dall’evoluzione dei rendimenti dell’Euribor era che, molto probabilmente, questa riduzione *non* ci sarebbe stata (FIG. 3.1 e TAB. 3.2). Nel giorno precedente la riunione, il valore dell’Euribor a 1 settimana era infatti praticamente allo stesso livello del 18 settembre (giorno successivo all’ultimo intervento): in caso di attesa di una riduzione del Repo di 0,25 punti, esso sarebbe dovuto essere più basso di quasi un quarto di punto. Lo stesso vale per l’Euribor a 1 mese, il cui abbassamento di 0,124 punti rispetto al 18 settembre segnalava, però, che il mercato non escludeva che invece l’8 novembre ci potrebbe essere una riduzione del Repo.

TAB. 3.2 – Variazioni dell’Euribor successive all’intervento del 17 settembre

	Euribor a 1 settimana	Euribor a 1 mese
18 settembre 2001 (=valore del primo giorno successivo all’ultimo intervento)	3,802	3,808
24 ottobre 2001 (=valore del giorno precedente la riunione del 25 ottobre 2001)	3,799	3,684
Differenza	-0,003	-0,124

Fonte: *Il Sole 24 Ore* del 19-10-2001 e 25-10-2001 e nostre elaborazioni

Nella riunione del 25 ottobre, comunque, il Consiglio direttivo della BCE non ha ritenuto opportuno modificare i suoi tassi: il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principali e i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi overnight sono rimasti così invariati rispettivamente al 3,75%, al 4,75% e al 2,75%. In assenza di ulteriori chiarimenti da parte della Banca Centrale, si può supporre che le spiegazioni già avanzate dopo la riunione dell'11 ottobre siano ancora valide. Può essere utile osservare che, oltre alle motivazioni ufficiali riportate integralmente nelle pagine precedenti, la BCE aveva allora anche dichiarato di avere qualche timore per una minor attenzione dei governi ai requisiti del patto di stabilità sulla politica di bilancio. A questo si aggiunga che il dato più recente della crescita annua di M3, quello riferito a settembre, risulta del 7,6% (contro il 4,5% del valore di riferimento e il 6,7% di agosto). Infine, le pressioni esercitate da qualche autorità politica per indurre la Banca ad abbassare i tassi potrebbero aver avuto effetto controproducente, come già avvenne nel 1999.

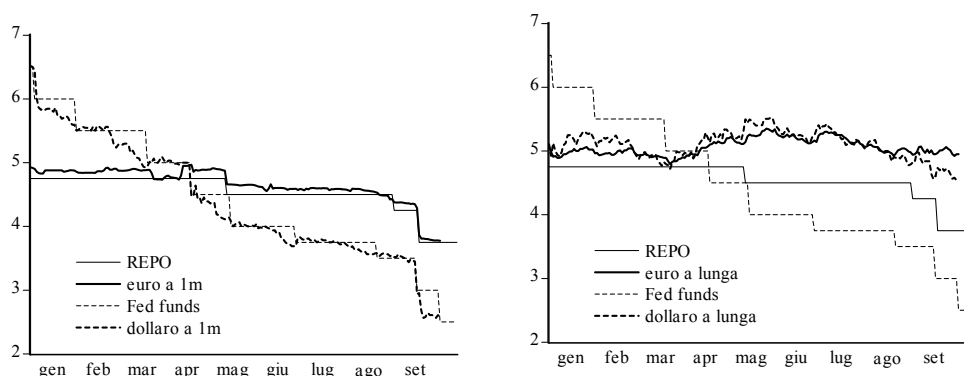
3.2 I tassi di mercato e le aspettative

I tassi di mercato. I tassi del mercato a breve hanno, come quasi sempre avviene, accompagnato i tassi ufficiali, sia in Europa sia in America, così che ora essi sono negli Stati Uniti inferiori a quelli dell'area-Euro (FIG. 3.2). A partire dalla fine di agosto, le riduzioni subite dal rendimento sui fed-funds – il tasso di *policy* americano – sono state infatti nettamente superiori a quelle del Repo.

Negli Stati Uniti anche i tassi a lunga hanno subito una certa flessione, riconducibile sia al cattivo andamento del settore reale, sia all'effetto degli interventi di politica monetaria. In Europa, invece, il loro andamento è rimasto pressoché piatto anche dopo la riduzione di mezzo punto del Repo del 17 settembre, con l'effetto che ora il differenziale tra i rendimenti a lunga americani ed europei è diventato negativo. L'impegno della BCE di mantenere stabili i prezzi nel medio-lungo periodo (cioè un'inflazione sotto il 2% - nell'ordine dell'1,5%) sembra ormai entrato nelle aspettative degli operatori e contribuisce a mantenere relativamente costanti i tassi a lunga europei, anche se, dalla FIG. 3.2 emerge che, coerentemente con la teoria dell'arbitraggio, le loro oscillazioni di

breve periodo sono legate a quelle dei corrispondenti tassi americani. Nel caso della FED l'impegno antinflazionistico è più limitato, e i tassi a lunga sono quindi più sensibili alle condizioni del comparto a breve e dell'andamento reale.

FIG. 3.2 – Tassi a breve e a lunga nella zona-Euro e negli USA
(dati giornalieri; periodo 4.01.1999 – 2.10.2001)

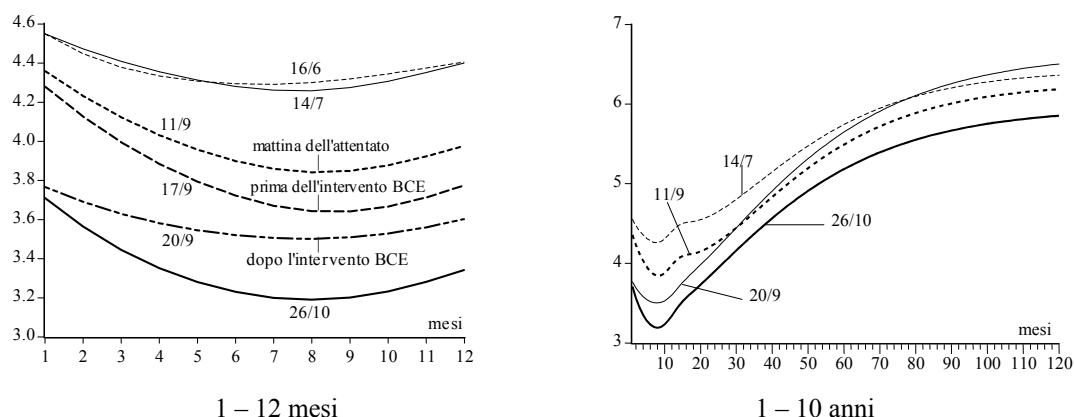


Fonte: Datastream

Le aspettative. Nell'ultimo quadrimestre la curva dei tassi impliciti mensili calcolata sulla base della struttura per scadenza dei rendimenti nell'area-Euro, e che rappresenta una misura delle aspettative del mercato, ha subito dei significativi mutamenti, soprattutto per quanto riguarda il segmento fino a due anni (FIG. 3.3).

Dopo un periodo di sostanziale stabilità tra giugno e luglio, verso la fine di agosto l'intera curva ha cominciato a spostarsi verso il basso di 1/3-1/2 punto; si è trattato di un mutamento generalizzato delle attese sui tassi, a sua volta riconducibile al miglioramento delle aspettative inflazionistiche nella zona-Euro, e al peggioramento dell'economia USA, con la conseguente riduzione dei tassi americani.

FIG. 3.3 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(fino a 12 mesi: EURIBOR, oltre 12 mesi IRS)



Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*; vari numeri;
stima: interpolazione non lineare con *fuzzy OLS* di Giles e Draeseke (2001)

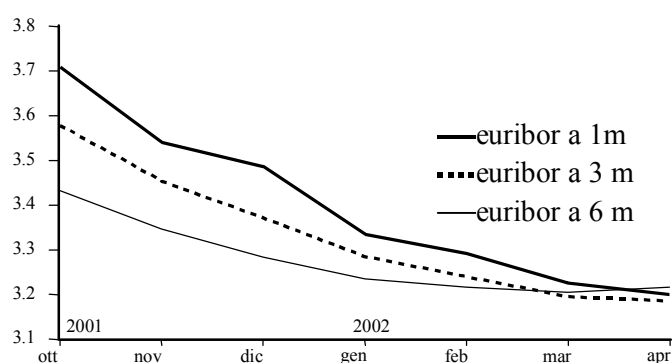
La curva dei tassi impliciti mensili, che già la mattina dell'11 settembre - giorno dell'attentato alle Torri Gemelle - era significativamente sotto quella di luglio, nei giorni successivi si è ulteriormente abbassata sugli orizzonti temporali medio-brevi, mentre è salita per quelli medio-lunghi. Questo processo risulta particolarmente accentuato dopo la riduzione del Repo del 17 settembre: il giorno 20, i tassi impliciti mensili sono ulteriormente scesi per il segmento fino ai due anni, mentre per le date più lontane sono tornati al livello di luglio. L'attesa di una politica monetaria più espansiva e l'intervento della BCE - che ha ridotto i suoi tassi di mezzo punto - hanno avuto un effetto significativo solo sulle aspettative a breve-medio termine; per quelle a medio-lungo, invece, è risultato prevalente l'impatto dell'aumento del premio al rischio dovuto alla maggior incertezza sulla situazione internazionale e ai riflessi che ne derivano per l'economia dell'area-Euro.

Dopo quella data si sono spostati verso il basso non solo i tassi impliciti del segmento fino a un anno, ma anche quelli del segmento da 2 a 10 anni. Questi ultimi risultano così attualmente (= 25 ottobre 2001) attestati a un livello *inferiore* a quello precedente l'attentato. Gli operatori sembrano essersi progressivamente

convinti che il rischio della situazione politico-economica internazionale si sia di molto ridotto.

Nella zona Euro, comunque, la curva dei tassi d'interesse per scadenza permane tuttora decrescente nel comparto delle scadenze più brevi. La stessa osservazione vale per i tassi impliciti mensili, e, di conseguenza, le corrispondenti previsioni dei principali tassi Euribor (FIG. 3.4) risultano contrassegnate da un'ulteriore tendenza alla diminuzione che dovrebbe protrarsi per tutti i primi mesi del 2002.

FIG. 3.4 – Andamento futuro dei tassi Euribor calcolato in base ai tassi impliciti



Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il sole 24Ore*, 29-10-2001.

L'andamento nel tempo dei tassi impliciti ricavati dagli IRS (*interest rate swaps*) (FIG. 3.5) riconferma che i mutamenti intercorsi nelle aspettative hanno riguardato più gli orizzonti a breve che a lunga: gli attentati terroristici hanno sì mutato le aspettative degli operatori, ma nel loro complesso questi sembrano essere ritornati relativamente ottimisti riguardo ai problemi politici internazionali.

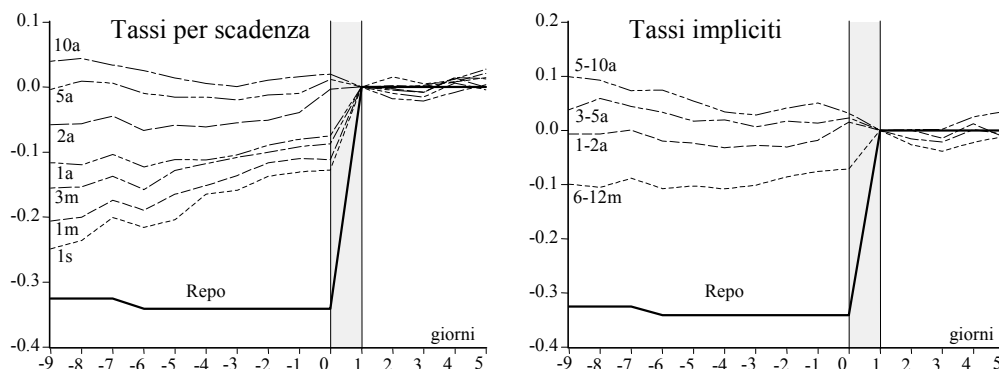
FIG. 3.5 – Tassi impliciti degli IRS e tassi a lunga scadenza
(dati giornalieri; periodo: 1 gennaio 1999 – 2 ottobre 2001)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

Per quanto riguarda più specificatamente i canali di conduzione della politica monetaria, quanto qui riportato costituisce l'ennesima conferma che gli interventi della BCE hanno un effetto rilevante solo sui tassi a breve (FIG. 3.6) mentre hanno un effetto molto modesto sui tassi a lunga e sulle aspettative.

FIG. 3.6 – Andamento medio dei tassi di mercato nei giorni prima e dopo le variazioni del Repo



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

Si può pertanto ritenere che la Banca Centrale sia riuscita a convincere gli operatori e gli investitori che, nel medio-lungo periodo le variazioni dei suoi tassi (Repo, etc.) siano in grado di garantire una sostanziale stabilità dei prezzi. I tassi a breve futuri attesi rimangono così attestati a un valore stabile coerente con l'ipotesi di bassa inflazione. Ne deriva che i tassi a media-lunga scadenza, i quali - a prescindere da premi di liquidità, ecc. - sono *una media* dei tassi a breve attuali e futuri attesi, non risentono più della politica monetaria *corrente*. In una tale media, infatti, gli attuali livelli dei tassi a breve hanno un peso limitato rispetto a quello del complesso dei tassi futuri attesi che, a loro volta, sono relativamente costanti. Nel breve periodo la Banca Centrale Europea esercita quindi un controllo sui tassi a breve e i rendimenti ad essi collegati - come i tassi bancari a breve (e quelli a medio-lungo termine indicizzati) - ma non sui rendimenti delle attività/passività a media-lunga scadenza, che, a loro volta, sembrano oscillare attorno a una sorta di valore “normale” (cfr. Keynes, *The General Theory*, 1936, p. 203, “Ogni livello di tasso [a lunga] ritenuto con sufficiente convinzione *probabilmente* durevole *sarà* durevole; soggetto naturalmente, in un mondo che cambia - e per ogni genere di ragioni - a fluttuazioni attorno al suo valore atteso normale.”).

Da un punto di vista formale, questa situazione di incontrollabilità dei tassi a lunga ricorda uno dei principali casi di *trappola della liquidità*. Nella *Teoria Generale*, infatti, Keynes sostiene che, se i tassi a lunga (secondo lui di gran lunga i più rilevanti) non sono modificabili dagli interventi di politica monetaria, questa perde gran parte della sua forza. In particolare ciò può verificarsi quando:

- le opinioni degli operatori-investitori sul futuro dei tassi d'interesse sono così omogenee che basta una piccola variazione dei tassi [a lunga] per ristabilire l'equilibrio nei mercati; di conseguenza, qualsiasi disturbo introdotto dalla Banca Centrale viene riassorbito da un piccolissimo aggiustamento dei tassi a lunga, che, pertanto, non possono essere allontanati dal loro valore “normale” (*ibidem* pp. 172, 173, 197, 198, 201, 203);
- i tassi sono già scesi a un livello talmente basso che, a un tasso inferiore, nessuno è più disposto a detenere titoli, perché – considerando il fattore rischio - renderebbero troppo poco. Già a quel tasso, quindi, la preferenza per la liquidità diventa virtualmente assoluta (*ibidem*, p. 207).

La nostra attuale situazione (peraltro comune a molti paesi con una “credibile” banca centrale) sembrerebbe così ricadere nel primo caso (il secondo potrebbe riguardare il Giappone). C’è quindi da chiedersi se ciò determini problemi per la politica monetaria.

In realtà, se è vero che una componente del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (il tasso a lunga) è diventato inutilizzabile, va osservato che ciò costituisce solo una conseguenza del tipo di strategia perseguita dalla BCE. Partendo dal presupposto che l’incertezza tra le relazioni economiche sia troppo elevata – e i tempi occorrenti perché la politica monetaria diventi efficace troppo lunghi - perché sia possibile una politica interventista di *fine tuning*, la nostra Banca Centrale ha scelto un orientamento di medio periodo. Ma una componente essenziale per il successo di una simile strategia è la stabilità delle aspettative che, ove raggiunta, contribuisce *di per sé* a stabilizzare l’economia; in questo caso, però, anche “guidare le aspettative può essere considerato parte integrante del più ampio meccanismo di trasmissione della politica monetaria (*Bollettino mensile della BCE*, luglio 2000, p.45; cfr anche *ibidem*, p.47)”. Nel caso della zona-Euro questo ha significato stabilizzare una volta per tutte le aspettative inflazionistiche, con la conseguente impossibilità di manovrare i tassi a lunga: quest’apparente trappola della liquidità è quindi solo un ingrediente necessario – e voluto - nel più generale sforzo di soddisfare nel medio periodo gli obiettivi del trattato di Maastricht.

Il cambio. Dopo aver toccato il 6 luglio 2001 un minimo di 0,8334 dollari per un euro, il cambio ha cominciato a riprendersi, pur con delle oscillazioni determinate soprattutto dalle notizie sulla recessione americana e dalla crisi politica internazionale conseguente alla serie di attentati dell’11 settembre. Nel frattempo è sceso il prezzo in dollari del petrolio (FIG. 3.7).

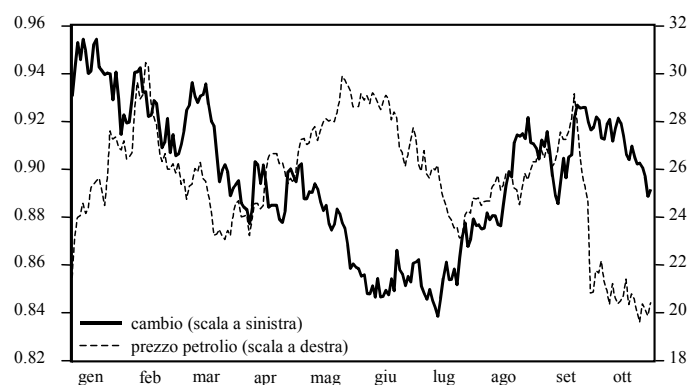
Per quanto riguarda l’effetto della politica monetaria sul cambio, la FIG. 3.8 dimostra che, almeno nel caso dollaro/euro, l’incremento dei tassi della Banca Centrale, lungi dal determinare un apprezzamento della valuta, tende ad indebolirla.

E’ invece molto rilevante la presenza di una correlazione negativa tra l’andamento della borsa americana e la forza dell’euro che, già individuata negli

ultimi due numeri dell'*Osservatorio*, si è ripresentata anche nei mesi più recenti (FIG. 3.9).

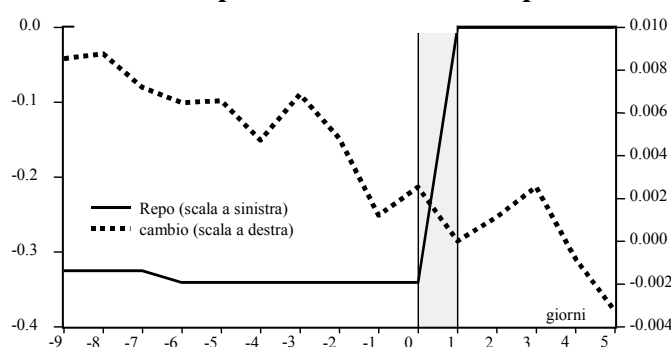
Questo comportamento del cambio, che sembra non più risentire dell'andamento dei fondamentali e dei tradizionali stimoli di politica monetaria, sta rappresentando una sorta di *puzzle* per gli studiosi

FIG. 3.7 – Cambio dollaro/euro e prezzo in dollari del petrolio
(dati giornalieri; periodo: 1 gennaio 2001 – 25 ottobre 2001)



Fonte: Datastream

FIG. 3.8 – Andamento medio del cambio dollaro/euro (in %) nei giorni prima e dopo le variazioni del Repo

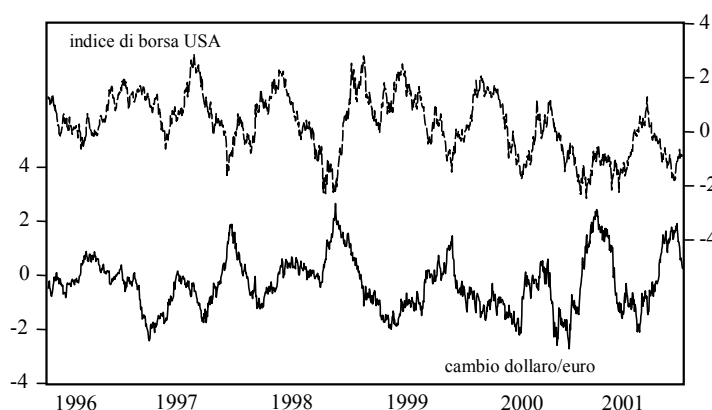


Fonte: nostre elaborazioni dati Datastream

Alcuni hanno giustificato l'insuccesso delle teorie più affermate, e delle loro previsioni, con la scusa che “i mercati sono diventati irrazionali”. Altri invece hanno semplicemente preferito ignorare il problema, rimanendo ancorati alla

manualistica dominante, secondo cui la Banca Centrale nel breve periodo può ottenere un rafforzamento del cambio semplicemente aumentando i suoi tassi – indipendentemente dal fatto che nella realtà questo non sembri più vero.

FIG. 3.9 – Variazioni percentuali standardizzate a tre mesi dei prezzi delle azioni USA e del cambio del dollaro
(dati giornalieri; periodo: 1 aprile 1996 – 25 ottobre 2001)



Fonte: nostre elaborazioni dati Datastream;

Nota: indice di borsa USA: fino al 2000 Dow-Jones, poi Nasdaq

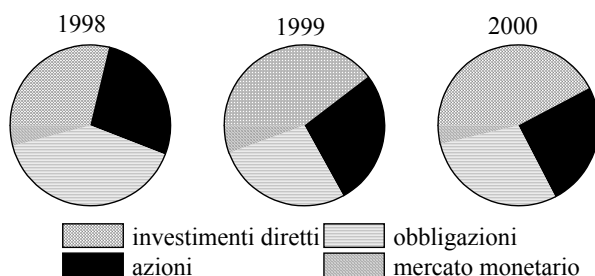
Altri ancora si sono messi sulla strada di cercare nuove spiegazioni più coerenti con l'andamento effettivo del cambio, o anche, preso semplicemente atto della nuova realtà, hanno cercato di trarne le debite conseguenze per la politica monetaria. Per esempio, De Grauwe e Grimaldi hanno recentemente (Genova, 12 ottobre) proposto un modello in cui il cambio risulta influenzato dall'interrelazione del comportamento di due categorie di operatori: i *chartists* e i fondamentalisti. Secondo i due autori, comunque, nel biennio 1999-2000 il cambio si è mosso indipendentemente dalle notizie sui fondamentali: “quando il dollaro ha cominciato ad apprezzarsi (per motivi che ancora non comprendiamo bene), questo incremento ha creato un atteggiamento favorevole alla valutazione della forza dell'economia americana. Di conseguenza gli analisti sono andati alla ricerca di notizie positive sull'economia americana. E sicuramente ce n'erano. Quelle negative (deterioramento delle partite correnti, crescente indebitamento delle famiglie e delle imprese) non sono state considerate perché non potevano essere importanti visto che il dollaro (= l'economia USA) era così forte”.

L'andamento di breve periodo del cambio diventa così *autorealizzantesi* (buon andamento del cambio → buone notizie → buon andamento del cambio), con la conseguenza che il valore esterno della valuta può allontanarsi di molto dal suo “vero” valore di equilibrio, mentre anche la Banca Centrale, pur volendolo, può far poco per influenzarne da dinamica.

Un'interpretazione diversa è invece, per esempio, quella di Fitoussi, del Committee for Economic and Monetary Affairs del Parlamento Europeo (22-5-2001), secondo cui il cambio dollaro/euro è governato dai differenziali di crescita reale. Ne consegue che “una riduzione dei tassi d'interesse europei, stimolando la crescita economica, porta probabilmente a un apprezzamento dell'euro” e “c'è un forte incentivo perché i capitali vengano in Europa, purché la BCE dia segnali non ambigui di interessarsi alla crescita”. Secondo Fitoussi, quindi, “la crescita può essere una componente della politica monetaria in senso stretto, un obiettivo intermedio per raggiungere la stabilità dei prezzi”; “l'effetto inflazionistico di una politica monetaria espansiva è mitigato dall'apprezzamento del cambio che conduce a una [cosiddetta] disinflazione importatata”.

E' probabile che nella realtà entrambe le ipotesi – come altre recentemente avanzate nella letteratura – colgano certi aspetti di un fenomeno che appare quanto mai complesso.

Quello che si deve sempre tener presente nell'analizzare le cause dell'andamento del cambio è che, attualmente, nel breve-medio periodo l'influenza dei flussi di capitale è predominante rispetto a quella della partite correnti e che, tra i primi, sono predominanti gli investimenti in capitale, sia diretti sia azionari (FIG 3.10). In queste condizioni diventa realistico supporre che tutto ciò che migliora le aspettative di rendimento delle attività reali migliora il cambio atteso e determina flussi di domanda di valuta. La correlazione negativa tra l'andamento della borsa americana e la forza dell'euro è semplicemente una conseguenza del fenomeno in atto. Poiché l'economia USA si è rivelata più dinamica di quella europea, perennemente assestata su un trend di crescita uniforme e modesto, sono state sinora le notizie sulla crescita e le fluttuazioni di quell'economia ad essere più importanti. Le aspettative sul futuro degli Stati Uniti, oltre a determinarne l'andamento dei corsi azionari, si sono pertanto riflesse – e con segno opposto – sul valore esterno dell'euro.

FIG. 3.10 – Composizione dei flussi di capitale da e verso la zona-Euro

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE

3.3 Gli aggregati monetari e creditizi*

La valutazione dei rischi dell'andamento degli aggregati monetari per la stabilità dei prezzi sono state condotte dalla Banca Centrale Europea, come di consueto, attraverso l'osservazione congiunta degli indicatori del primo e del secondo pilastro della strategia.

In particolare, nell'ambito del primo pilastro, anche se la media mobile trimestrale della crescita annua della M3 è aumentata, passando dal valore minimo del 4,6% registrato nel primo quadrimestre dell'anno al 5,9% dell'ultimo periodo di osservazione, la Banca Centrale Europea ritiene che il rialzo sia riconducibile a due ordini di motivi, i cui effetti saranno limitati al breve periodo.

Da un lato, infatti, vi sarebbe una “distorsione” nella misurazione statistica di tale aggregato, dovuta alla presenza di componenti a breve termine detenute da non residenti nell'area, che avrebbe contribuito ad un rialzo di $\frac{3}{4}$ di punto dell'indicatore medesimo. Dall'altro lato, la configurazione “piatta” della curva dei rendimenti, le negative performances dei mercati azionari ed il fabbisogno di maggiore liquidità da parte dei consumatori per finanziare i passati incrementi dei prezzi nei prodotti energetici ed alimentari avrebbero condotto ad una maggiore attrattività degli strumenti a breve termine inclusi in M3, che tuttavia dovrebbe essere solo temporanea e non configurare un rischio per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

* A cura di G. Mastromatteo e M. Marchiori.

L'aumento degli aggregati monetari nel corso degli ultimi mesi si evince anche dall'osservazione dei tassi di crescita annui delle singole componenti della moneta (M1, M2 e M3) (TAB. 3.3); la componente M1 della moneta ha visto un incremento del tasso di crescita annuo dall'1,4% di aprile al 3,6% di agosto, grazie alla crescita della componente dei depositi a vista, che ha più che compensato la discesa del circolante, mentre le accelerazioni delle crescite di M2 ed M3 (rispettivamente, dal 3,2% di aprile al 4,3% di agosto per M2 e dal 4,7% di aprile al 6,7% di agosto per M3) sono spiegate anche attraverso la progressiva crescita degli altri depositi a breve e degli strumenti negoziabili compresi nell'aggregato monetario. Un andamento in crescita per gli aggregati monetari si nota anche dall'osservazione delle componenti italiane della moneta; in particolare l'aggregato M3 risulta in crescita del 5,5% a fine agosto, contro il 2,6% di fine aprile.

TAB. 3.3 - Tassi di variazione annuale della moneta

		Area Euro			Italia		
		M1	M2	M3	M1	M2	M3
2000	Ago	7,2	4,3	5,4	9,3	6,0	6,8
	Set	6,4	4,0	5,0	8,2	5,3	6,1
	Ott	5,9	3,9	4,9	6,9	4,3	5,9
	Nov	5,3	3,8	4,7	5,9	3,3	5,1
	Dic	5,2	3,6	4,8	5,8	2,4	4,3
2001	Gen	2,2	2,9	4,8	0,4	-1,0	1,8
	Feb	2,3	3,0	4,7	1,0	-0,6	2,1
	Mar	1,6	3,0	4,5	1,5	0,1	3,6
	Apr	1,4	3,2	4,7	0,3	-0,8	2,6
	Mag	2,9	3,5	5,2	2,1	0,6	4,5
	Giu	3,8	4,2	6,1	3,1	1,7	5,0
	Lug	3,4	4,3	6,4	2,8	1,2	4,6
	Ago	3,6	4,3	6,7	2,1	1,2	5,5

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tav. 2.4; set.2001 ed agg.; nostre elaborazioni su Bdl, *Supplemento al Bollettino Statistico Tav. ETAM0210*

Da segnalare, in ottica congiunturale, che i maggiori incrementi mensili del quadrimestre hanno riguardato M1 (+1% in maggio ed in agosto); tuttavia anche M2 ed M3 hanno conosciuto tassi di sviluppo sostenuti nel quadrimestre e compresi tra lo 0,4% e lo 0,8% (TAB. 3.4).

L'osservazione degli indicatori del secondo pilastro conferma che le pressioni inflazionistiche si stanno attenuando. Il tasso di crescita del PIL è risultato infatti inferiore alle attese, a causa dei rincari sui prodotti energetici ed

alimentari e per gli effetti derivanti dal rallentamento dell'economia USA, che hanno avuto un impatto negativo sulle componenti dei consumi e degli investimenti. Le recenti pressioni inflazionistiche sui prezzi, secondo la BCE, dovrebbero invece presto iniziare ad indebolirsi, considerando i segnali di rallentamento degli indicatori dei prezzi alla produzione ed al consumo; anche il processo di sostituzione della moneta nei 12 paesi dell'Area UME (il c.d. "changeover"), che è tenuto sotto stretta osservazione dall'istituto europeo, per ora non ha fatto ravvisare possibili future tensioni particolari sui prezzi al consumo.

TAB. 3.4 - Tassi di variazione mensile destagionalizzata della moneta - Area Euro

	M1	M2	M3
2000 Ago	0,8	0,6	0,6
Set	-0,1	0,1	0,1
Ott	0,1	0,2	0,5
Nov	0,1	0,3	0,3
Dic	0,0	-0,1	0,4
2001 Gen	-0,4	0,1	0,5
Feb	1,0	0,8	0,7
Mar	0,0	0,4	0,5
Apr	0,4	0,5	0,5
Mag	1,0	0,4	0,6
Giu	0,2	0,4	0,6
Lug	0,1	0,5	0,8
Ago	1,0	0,6	0,8

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tav. 2.4; set. 2001 ed agg.; valori destagionalizzati BCE

Nel corso del secondo quadrimestre dell'anno la raccolta delle banche (TAB. 3.5) ha ripreso la propria crescita, grazie soprattutto alla crescita dei depositi causata dalla riduzione dei rendimenti e dalla debolezza dei mercati azionari. In particolare, i depositi crescono del 6% a fine agosto, contro il 5,2% di aprile, risultando trainati sia dalla maggiore crescita rispetto al primo quadrimestre della componente dei depositi a vista (+6,2%, contro il 3,2% di aprile), sia da quella relativa ai pronti contro termine (+37,6%, contro il 25,1% di aprile 2001). Perdura inoltre la crescita delle obbligazioni (+8,2% a fine agosto, contro il 9,2% di fine aprile).

**TAB. 3.5 - Tassi di variazione annuale e struttura della raccolta delle banche:
area dell'Euro e Italia**

		Depositi *			Obbligazioni **
		Totale	A vista	PcT	
Area Euro					
2000	Ago	3,9	8,5	4,2	10,6
	Set	3,5	7,2	6,7	9,7
	Ott	2,8	7,1	8,3	9,4
	Nov	1,9	5,9	9,4	8,3
	Dic	3,4	7,3	21,3	8,6
2001	Gen	5,2	3,0	37,9	9,6
	Feb	5,5	3,5	35,3	9,9
	Mar	5,7	3,6	27,4	10,0
	Apr	5,2	3,2	25,1	9,2
	Mag	4,9	5,7	31,0	9,6
	Giu	6,2	7,3	35,9	10,1
	Lug	6,5	6,4	32,0	9,5
	Ago	6,0	6,2	37,6	8,2
quota Ago		77,1	13,9	1,9	22,9
Italia					
2000	Ago	8,1	7,4	16,0	9,8
	Set	7,2	6,2	17,5	11,1
	Ott	8,3	4,7	26,0	10,6
	Nov	9,6	3,6	26,0	10,0
	Dic	6,3	3,9	35,6	11,4
2001	Gen	1,2	-2,1	38,6	10,6
	Feb	-0,4	-1,8	32,6	10,5
	Mar	1,6	0,9	42,7	9,9
	Apr	-1,3	-0,2	35,7	10,0
	Mag	0,7	1,9	37,1	10,0
	Giu	0,0	5,6	29,9	10,6
	Lug	1,1	5,2	26,4	12,0
	Ago	3,1	4,9	34,6	12,0
quota Ago		70,7	35,0	8,2	29,3

* Esclusi depositi dell'Amministrazione centrale ** Inclusive passività subordinate

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, Tavola 2.2, set. 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), ago. 2001

Nota: I dati tendenziali annui relativi all'Area Euro contenuti nella presente tabella risentono, a partire da gennaio 2001, dell'inclusione della Grecia nell'Area stessa, risultando pertanto sovrastimati per circa 1-1,5 punti percentuali.

I valori riferiti all'Italia, evidenziano invece incrementi più contenuti nella componente dei depositi (+3,1% a fine agosto), mentre la crescita della componente obbligazionaria risulta essere superiore a quella del totale dell'Area

(+12%). Il peso sulla raccolta dei depositi bancari si conferma più alto nell'Area dell'Euro rispetto all'Italia (77,1% contro il 70,7%).

TAB. 3.6 - Tassi di variazione e struttura dei prestiti, titoli di debito e azioni nell'attivo delle banche

		Prestiti	Titoli	Azioni
Area Euro				
2000	Ago	8,7	-4,2	21,5
	Set	9,3	-4,7	23,6
	Ott	9,0	-6,0	22,6
	Nov	8,3	-6,7	18,4
	Dic	8,6	-6,8	16,2
2001	Gen	9,6	-3,5	19,9
	Feb	9,2	-3,0	17,5
	Mar	9,0	-0,4	11,6
	Apr	8,5	1,5	12,6
	Mag	8,3	3,7	9,8
	Giu	7,9	6,1	10,3
	Lug	7,5	8,5	8,2
	Ago	7,0	9,1	6,4
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
2001	Dic	11,9	-15,5	23,7
	Gen	11,2	-13,0	23,5
	Feb	10,3	-12,3	10,6
	Mar	11,1	-10,8	10,0
	Apr	10,7	-9,5	16,4
	Mag	9,3	-7,1	19,9
	Giu	9,0	-10,4	13,6
	Lug	9,2	-9,1	1,0
	Ago	8,4	-7,3	1,1

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

Nota: I dati tendenziali annui relativi all'Area Euro contenuti nella presente tabella risentono, a partire da gennaio 2001, dell'inclusione della Grecia nell'Area stessa, risultando pertanto sovrastimati per circa 1-1,5 punti percentuali.

La dinamica dei prestiti bancari (TAB. 3.6) ha invece manifestato una crescita in diminuzione nel quadrimestre, passando dall'8,5% al 7%; nel contempo si è denotata un'accelerazione dell'incremento dei titoli presenti nel portafoglio delle banche (dall'1,5% al 9,1%), mentre le turbolenze sui mercati hanno contribuito a ridurre la crescita del portafoglio azionario (dal 12,6% al 6,4%). Nel sistema bancario italiano, si nota un analogo rallentamento della crescita dei prestiti (dal 10,7% all'8,4%), che tuttavia non risulta compensato da una ripresa del portafoglio titoli (che continua la sua discesa, sia pur in termini più moderati, passando dal -9,5% al -7,3%), mentre nel contempo anche la crescita del portafoglio azionario ha subito una forte contrazione (dal 16,4% all'1,1% nel medesimo periodo).

3.4 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi*

I dati sugli aggregati e sui tassi bancari relativi al secondo quadrimestre del 2001 confermano le tendenze individuate nei primi mesi dell'anno, segnatamente un rallentamento della domanda di prestiti e una timida ripresa della domanda di depositi e obbligazioni bancarie e una generalizzata riduzione dei tassi applicati dalle banche. Si tratta peraltro di andamenti che si sono manifestati prima dell'11 settembre e ciò diminuisce indubbiamente la loro capacità di anticipare quanto accadrà nei prossimi mesi. I noti eventi che si sono succeduti dopo l'attacco negli USA hanno difatti acuito l'incertezza in cui operano i mercati bancari e finanziari, rendendo ancora meno agevole la previsione dei futuri andamenti.

Gli impieghi. Nel corso del quadrimestre maggio-agosto 2001 la tendenza più rilevante nell'ambito degli impieghi bancari è stata la decelerazione della crescita, di cui peraltro erano stati rilevati i primi segnali già nel corso del primo quadrimestre. A partire da maggio il tasso di variazione tendenziale degli impieghi totali è sceso sotto al 10%, raggiungendo il valore minimo dell'8% a fine agosto. Sembra pertanto essersi conclusa la fase di forte espansione dei crediti che era perdurata per tutto il 2000.

Questo rallentamento è dovuto principalmente alla decelerazione degli impieghi a breve termine che dopo avere raggiunto punte massime di crescita a

* A cura di L. Nieri e S. Corona.

ottobre 2000 (+20%) sono cresciuti nel corso dei mesi estivi a tassi sempre più contenuti, pari al 10% a fine quadrimestre (TAB. 3.7). La crescita della componente a medio-lungo termine si mantiene viceversa invariata e si posiziona su livelli analoghi a quelli del credito a breve (+9,7% ad agosto). Il divergente andamento dei due segmenti del portafoglio prestiti sembra giustificato più dalle caratteristiche delle forme tecniche sottostanti ai prestiti che determinano una diversa velocità di adeguamento degli aggregati al mutato scenario congiunturale, che da un diverso orientamento della domanda.

La minore domanda di credito è infatti giustificata dall'attuale fase attraversata dall'economia, in particolare da una minore crescita degli investimenti da parte delle imprese e dei consumi e degli investimenti immobiliari da parte delle famiglie. Queste tendenze sono verosimilmente destinate a perdurare. L'incertezza determinata dagli attacchi terroristici negli Stati Uniti e dal successivo inizio dell'offensiva bellica sono presumibilmente in grado di ritardare ulteriormente la ripresa dell'economia e di determinare un generalizzato clima di sfiducia da parte dei consumatori. Tutto ciò non può che tradursi in una contrazione della domanda di credito sia a breve sia a medio-lungo termine nonostante l'orientamento espansionistico della politica monetaria.

Nonostante la sostenuta crescita degli impieghi bancari nel corso dell'ultimo biennio, non appaiono segnali di deterioramento della qualità del portafoglio prestiti. L'incidenza delle sofferenze continua a ridursi, grazie anche al sempre più consistente ricorso ad operazioni di cartolarizzazione dei prestiti non *performing*. Come già accennato nel precedente numero di Osservatorio, il rapporto sofferenze/impieghi statisticamente si riduce sempre nelle fasi di aumento degli impieghi. Esiste però anche la possibilità che l'abbondante concessione di credito si sia accompagnata a una minore attenzione alla selezione e alla gestione dei rischi, così come suggerirebbe l'ampio ricorso a forme tecniche quali quelle a vista, che non consentono alla banca un approfondito monitoraggio del rischio. Ciò si potrebbe tradurre in una recrudescenza del fenomeno sofferenze e potrebbe richiedere lo stanziamento di crescenti accantonamenti o maggiori svalutazioni del portafoglio crediti.

La consistenza del portafoglio titoli continua a ridursi, nonostante gli operatori si attendano una sua graduale ripresa tesa a compensare la minor crescita dei prestiti.

TAB. 3.7 - 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		
2000	mag	11,6	14,0	15,3	12,7	-14,7	15,8
	ago	11,7	14,0	16,8	11,4	-18,1	10,4
	nov	10,9	13,0	16,1	10,0	-19,8	4,8
2001	feb	10,3	12,6	15,6	9,6	-16,3	1,6
	mag	9,3	11,7	13,9	9,5	-13,0	-6,2
	giu	8,7	11,1	12,7	9,6	-11,1	-4,7
	lug	8,9	11,2	12,9	9,6	-12,6	-2,2
	ago	8,0	10,1	10,6	9,7		

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

La raccolta. Dopo un inizio anno durante il quale la raccolta aveva fatto segnare tassi di variazione tendenziale molto modesti, verso la fine del secondo quadrimestre si registrano tassi in graduale aumento (+6% a fine agosto). Rimane inalterata la forte polarizzazione della domanda di depositi su scadenze a vista o molto brevi, da un lato, e scadenze medio-lunghe, dall'altro (TAB. 3.8). Le obbligazioni, con una crescita del 12% ad agosto, si confermano la componente che traina la crescita dell'intero aggregato, affiancate dai Pronti contro Termine, saliti del 34% a fine quadrimestre. I tassi di crescita dei conti correnti si mantengono viceversa su livelli molto contenuti e inferiori al 3%, anche se rimangono il principale strumento di raccolta; prosegue la contrazione dei certificati di deposito e dei depositi a risparmio. Alla fine del quadrimestre la raccolta risulta pertanto composta per il 42% da c/c, per il 35% da obbligazioni e per quasi il 10% da P/T.

La sostenuta domanda di obbligazioni e di P/T si spiega con la ricomposizione del portafoglio delle famiglie che, a motivo del negativo andamento dei mercati azionari e della loro forte volatilità, hanno convertito parte dei loro investimenti a più elevato rischio in strumenti conservativi. La TAB. 3.8 mostra a questo riguardo il persistere di tassi variazione negativi (-14% ad agosto) per il risparmio gestito, che risulta la componente più colpita dalle performance negative registrate da pressochè tutti i mercati nel corso di tutto il 2001. Per contro, i titoli di proprietà della clientela depositati presso le banche per i quali

esse non svolgono attività di gestione crescono a tassi prossimi al 10%, suggerendo che l'allontanamento dal risparmio gestito non è stato determinato solo dalla volontà degli investitori di orientarsi verso strumenti meno rischiosi ma forse anche da uno scarso apprezzamento per l'attività di gestione svolta dagli investitori istituzionali.

In prospettiva, la persistente incertezza sul futuro andamento dei mercati azionari e la elevatissima volatilità che ha caratterizzato il mese di settembre potrebbero indurre i risparmiatori a riconsiderare investimenti a basso rischio, quali ad esempio i depositi bancari. Ci si attende pertanto una ripresa della raccolta bancaria diretta, agevolata anche da politiche aggressive praticate da talune banche sul segmento dei c/c on-line, e che sembra confermata dai dati (provvisori) relativi al mese di settembre (totale raccolta +5%).

TAB. 3.8 - 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
2000	mag	5,3	11,2	-15,3	-2,3	8,7	10,1	6,8	-1,6	5,3
	ago	5,1	9,8	-15,2	-4,2	16,1	9,8	6,6	-0,2	5,5
	nov	3,3	6,0	-16,4	-7,3	26,1	10,0	5,5	0,7	2,1
2001	feb	0,4	0,4	-17,6	-7,8	32,6	10,5	3,7	7,2	-6,5
	mag	2,2	1,9	-19,0	-6,8	36,7	10,0	4,7	4,3	-9,1
	giu	2,4	3,3	-19,0	-6,1	29,8	10,6	5,1	5,2	-11,1
	lug	1,8	3,1	-20,9	-5,7	25,4	12,0	5,2	3,9	-14,1
	ago	2,9	2,6	-18,4	-5,3	34,4	12,0	6,0		

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

* La Raccolta Indiretta è contabilizzata a valori nominali ad eccezione di quella Gestita che è ai valori di mercato.

Tassi attivi. Anche durante il secondo quadrimestre dell'anno i tassi bancari hanno evidenziato una generale tendenza al ribasso sulle diverse forme tecniche e scadenze, muovendosi in sintonia con quelli del mercato. Il tasso medio nominale sugli impieghi a breve termine praticato dalle banche italiane ha proseguito nella discesa intrapresa ad inizio anno, raggiungendo in agosto il 6,54%. Nel segmento a medio e lungo termine i tassi attivi sono diminuiti tra fine aprile e fine agosto di 25 punti base. La discesa dei tassi inerenti le nuove

erogazioni è stata più sensibile per i prestiti alle imprese che non per i prestiti alle famiglie; come conseguenza, a fine agosto i primi risultano inferiori ai secondi con un divario di 1,37%.

I dati relativi al mese di settembre mostrano che, in linea con quanto atteso in seguito alle misure adottate dalla BCE, i tassi hanno subito una diminuzione che appare più marcata nel segmento della clientela migliore (il tasso minimo sui prestiti diminuisce di 16 punti base) e in quello dei prestiti a medio lungo termine alle imprese (- 37 punti base) (TAB. 3.9).

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
2000 mag	6,85	3,57	6,04	6,07	5,35	6,10
ago	7,25	4,23	6,43	6,36	5,71	6,65
nov	7,73	4,63	6,90	6,54	6,02	6,61
2001 feb	7,58	4,75	6,80	6,55	6,12	6,99
mag	7,52	4,69	6,69	6,45	5,84	6,91
giu	7,45	4,62	6,61	6,39	5,46	6,75
lug	7,42	4,55	6,59	6,26	5,45	6,63
ago	7,38	4,51	6,54	6,23	5,52	6,89
sett*		4,35	6,48		5,15	6,62
31-ago-01	7,34	4,44	6,49			
10-sett-01	7,38	4,39	6,52			
20-sett-01	7,35	4,39	6,49			

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

* Dati provvisori tratti dal comunicato della Banca d'Italia

Tassi passivi. Anche nell'ambito dei tassi passivi si è riscontrata una tendenziale diminuzione. Il tasso nominale mediamente corrisposto sui depositi ha raggiunto ad agosto il livello del 2,00%, in ulteriore flessione dal massimo di gennaio pari al 2,19%, mentre, il tasso sui conti correnti è diminuito di 15 punti base, arrivando a fine agosto all'1,93%. Anche i tassi sulle obbligazioni si sono contratti, sebbene ad agosto il rendimento offerto alle nuove emissioni a tasso variabile abbia fatto registrare un aumento (+27 punti base) che seguiva peraltro una brusca diminuzione nel mese di luglio (-36 punti base).

La riduzione dei tassi si è accentuata a settembre quando il tasso sui c/c ha raggiunto alla fine della seconda decade l'1,78%, quello medio sui depositi l'1,87% e quello sulle nuove emissioni di obbligazioni a tasso fisso il 3,9%. Rilevante anche il calo dei rendimenti corrisposti all'ultimo decile dei c/c - tra i quali rientrano presumibilmente anche i c/c on-line ad elevata remunerazione - che passa da 4,4% in agosto a 4,2% in settembre (TAB. 3.10).

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

	Depositi				Obbligazioni		
	c/c	CD lire	Max Depositi	Medio Depositi	Medio Consistenze	Emissioni	
						Tasso fisso	Tasso var.
2000 mag	1,48	3,73	3,51	1,69	4,58	4,47	4,38
ago	1,76	3,81	4,20	1,94	4,70	5,01	4,79
nov	2,02	3,92	4,65	2,15	4,82	4,73	5,78
2001 feb	2,05	3,86	4,60	2,16	4,88	4,36	4,97
mag	2,03	3,70	4,56	2,11	4,79	4,50	4,57
giu	1,97	3,62	4,49	2,04	4,73	4,59	4,49
lug	1,96	3,58	4,44	2,03	4,66	4,23	4,13
ago	1,93	3,56	4,41	2,00	4,66	4,15	4,40
sett*	1,81		4,24	1,89		3,99	
31-ago-01	1,95	3,31*	4,40	2,02			
10-sett-01	1,84	3,29	4,28	1,93			
20-sett-01	1,78	3,24	4,20	1,87			

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

* I tassi decadali si riferiscono ai Cd emessi nella decade e non al totale delle consistenze

Gli spread. Nel corso del secondo quadrimestre gli spread tra tassi attivi e passivi si sono mantenuti sostanzialmente invariati sia sul segmento a breve termine, sia su quello a medio-lungo termine (si veda FIGG. 3.11 a-d). Questo andamento è il risultato dalla contrapposizione tra un aumento del mark-up - cresciuto da 2,03% a fine aprile a 2,21% a fine agosto - e di una diminuzione del mark-down - passato nello stesso periodo da 2,53% a 2,34%. I dati relativi alle prime due decadi del mese di settembre suggeriscono un aumento dello spread a breve termine, determinato principalmente da un aumento del mark-down.

FIG. 3.11/a - SPREAD 1 = Tasso medio attivo b/t - Tasso medio depositi

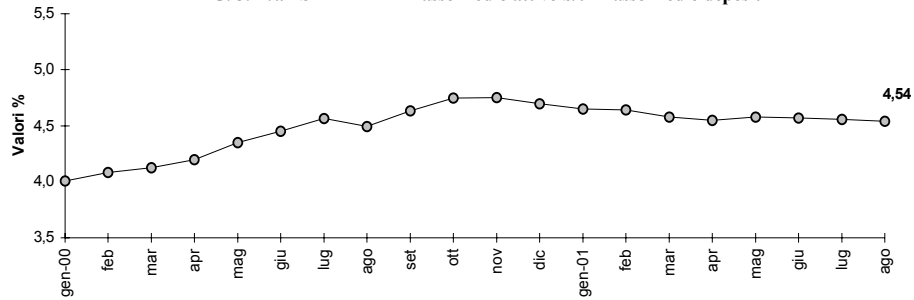


FIG. 3.11/b - SPREAD 2 = Tasso medio attivo m/l - Tasso medio obbligazioni

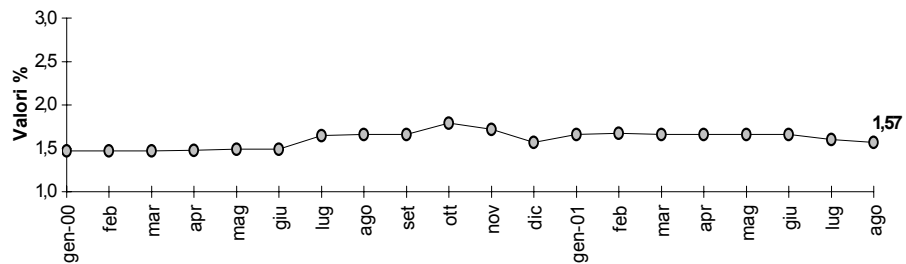


FIG. 3.11/c - MARK UP = Tasso medio attivo b/t - EURIBOR

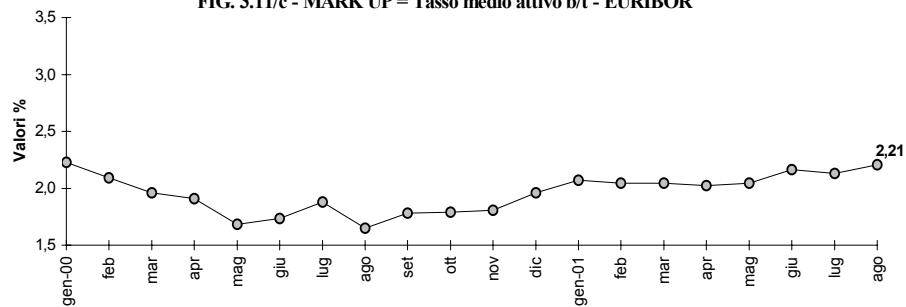
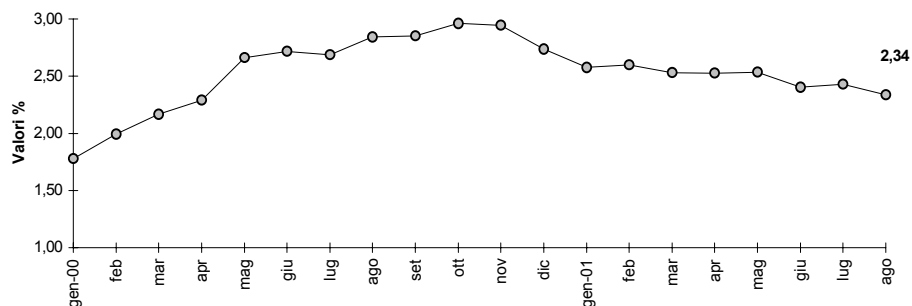


FIG. 3.11/d - MARK DOWN = EURIBOR - Tasso medio depositi



3.5 Le previsioni dei tassi bancari

Come già richiamato nel precedente paragrafo, nei primi otto mesi di quest'anno i tassi bancari si sono progressivamente ridotti, seguendo un andamento sostanzialmente coerente con le nostre precedenti previsioni (TAB. 3.11).

**TAB. 3.11 - Valori effettivi e nostre stime dei tassi bancari
nei primi otto mesi del 2001**

Mese	Medio Prestiti a breve			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		
	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
Dic 2000	6,88	6,88	6,88	2,08	2,08	2,08	3,52	3,52	3,52	3,82	3,82	3,82	4,76	4,76	4,76
Apr 2001	6,72	6,77	6,72	2,08	2,03	2,08	3,55	3,42	3,55	3,74	3,54	3,74	4,36	4,20	4,36
Ago 2001	6,54	6,66	6,51	1,93	2,02	1,98	3,35	3,44	3,42	3,61	3,46	3,46	4,15	4,21	4,07

Fonte: Banca d'Italia Comunicati Stampa e Osservatorio Monetario 1/2001

Nota: (a) = valori effettivi, (b) = nostre stime di aprile, (c) = nostre stime di giugno; in neretto sono riportati i più recenti valori effettivi disponibili al momento delle previsioni.

La futura evoluzione dei tassi bancari sarà però pesantemente condizionata dagli interventi di politica monetaria: le significative riduzioni del Repo attuate a partire dal 30 agosto avranno sicuramente un importante impatto sui tassi bancari (in particolare gli attivi e i CD con scadenza sotto i 6 mesi), che accentueranno per qualche tempo la loro tendenza al ribasso.

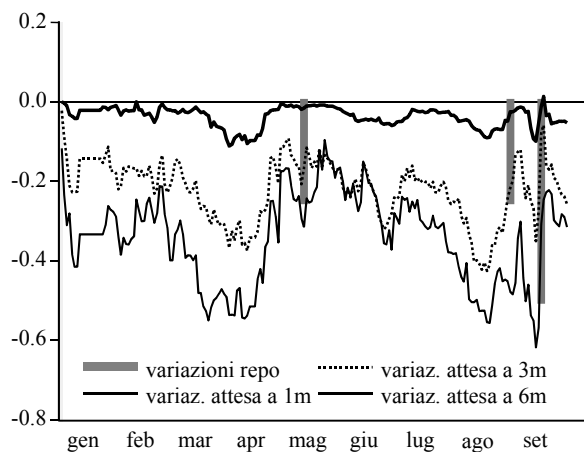
Le variazioni dei tassi ufficiali influenzano infatti i tassi bancari tramite due canali:

- l'effetto "annuncio" tipico di ogni intervento della banca centrale. Da questo punto di vista, le variazioni del Repo sembrano avere oggi gli stessi effetti del TUS prima del 1999;
- l'effetto indiretto che passa tramite l'influenza sui tassi bancari esercitata dai tassi interbancari a breve, i quali, a loro volta, sono sensibili alle variazioni effettive e attese del Repo. A questo si aggiunge l'impatto che la politica monetaria ha sul Rendio, il cui andamento è rilevante nella determinazione

del rendimento all'emissione delle obbligazioni bancarie a cedola fissa e, in grado minore, sui CD a scadenza oltre i 18 mesi.

Tenendo presente il legame tra i tassi di mercato e le variazioni del tasso ufficiale, alcune indicazioni sulla possibile evoluzione congiunta di queste due variabili possono essere ricavate dalle FIG. 3.12 e 3.13. Nella prima è riportata l'evoluzione delle aspettative a 1, 3 e 6 mesi dell'Euribor a 1 mese, misurate dai corrispondenti tassi impliciti. Si può notare che, dopo la riduzione di un quarto di punto del Repo del 30 agosto, le aspettative al ribasso si erano ridimensionate. In seguito all'assalto alle Twin Towers gli operatori, però, hanno di nuovo previsto ulteriori forti flessioni (si veda il picco di settembre), che nemmeno la riduzione di mezzo punto del 17 settembre ha totalmente cancellato. Al 12 ottobre (data dell'ultima elaborazione), i tassi impliciti a 3 e 6 mesi continuavano a segnalare una variazione attesa di circa -0,30 punti.

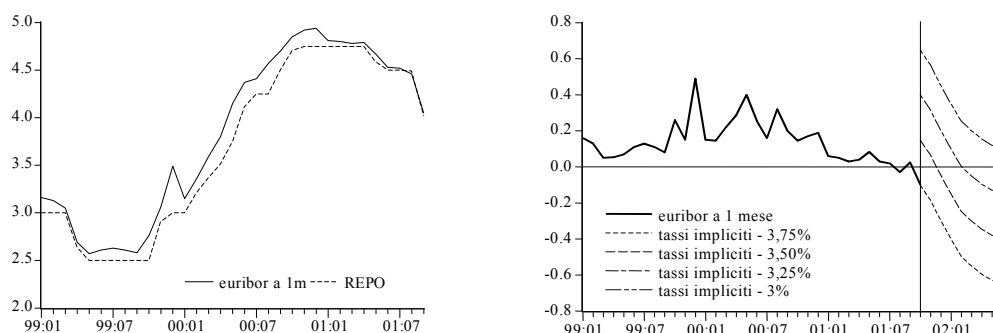
FIG. 3.12 - Euribor a 1 mese e tassi impliciti: l'evoluzione delle aspettative
(dati giornalieri, 1.1.2000 - 12.10.2001)



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

Comparando questo risultato con quanto riportato nel paragrafo 3.2 e con quanto emerge anche dalla FIG. 3.13, si può affermare che, nell'ipotesi che il tasso implicito sia effettivamente una buona misura delle aspettative degli operatori, il mercato si attende tuttora (= 12 ottobre 2001) una riduzione del Repo di 0,50 o forse anche di 0,75 punti.

FIG. 3.13 - Euribor a 1 mese , Repo e loro differenziale
(dati mensili; periodo gen. 1999 – sett. 2001 e gen. 1999 - dic. 2001)



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

Nota: per il periodo luglio - dicembre 2001 previsione Euribor = tassi impliciti.

Se infatti il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale rimanesse all'attuale livello del 3,75%, il differenziale tra l'Euribor a 1 mese e il Repo raggiungerebbe progressivamente un valore fortemente negativo incompatibile con quanto storicamente verificato: in fase di tassi calanti, infatti, il differenziale medio è sempre stato vicino allo zero o leggermente positivo.

Allo stesso risultato si arriva utilizzando una stima econometrica dell'andamento del Repo compatibile con l'evoluzione dell'Euribor a 1m. La relazione trovata, valida per il periodo genn.1999 – sett. 2001, è:

$$Repo_t = Repo_{t-1} - 0,0802 - 0,64 (Repo_{t-1} - EIM_{t-1}) + 0,17 \Delta(DIC1999)_{t+1}$$

(dove: Δ = variazione mensile, EIM = Euribor a 1mese, $DIC1999$ = *dummy* per il dicembre 1999; tutti i valori sono espressi come *medie* mensili).

Sostituendo per i mesi a venire il tasso implicito al posto dell'Euribor a un mese, si ricava la corrispondente previsione del Repo, che suggerisce che questa variabile potrebbe raggiungere un minimo di 3 punti.

Le stime di alcuni istituti di ricerca sono qualitativamente quelle ricavabili dai tassi impliciti, ma la previsione al ribasso per i prossimi mesi è mediamente più accentuata (con indicazioni per il Repo anche al di sotto del 3%). Questa difformità delle stime non deve stupire: la situazione attuale è per un certo verso anomala e, come ha sostenuto lo stesso Duisenberg l'11 ottobre 2001, il grado

d'incertezza del quadro internazionale è elevato, il che rende quanto mai incerto il futuro andamento dei tassi.

TAB. 3.12 – Tassi bancari effettivi e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti)

Mese	Euribor 3m. (media)	Repo (media mensile)	Rendiob	Medio Impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
2001 Gen	4,77	4,75	5,372	6,84	2,08	3,50	3,77	4,59
Feb	4,76	4,75	5,297	6,80	2,05	3,50	3,69	4,36
Mar	4,71	4,75	5,275	6,76	2,08	3,52	3,70	4,49
Apr	4,69	4,75	5,213	6,72	2,08	3,55	3,74	4,36
Mag	4,64	4,59	5,347	6,69	2,03	3,48	3,69	4,50
Giu	4,45	4,50	5,306	6,61	1,97	3,43	3,67	4,59
Lug	4,47	4,50	5,271	6,59	1,96	3,40	3,66	4,23
Ott	4,35	4,49	5,105	6,54	1,93	3,35	3,61	4,15
Sett	3,98	4,02	5,037	6,48	1,89	3,24	3,54	3,99
Ott	3,55	3,75	4,95	6,24	1,73	3,06	3,34	3,90
Nov	3,45	3,60	4,80	6,02	1,62	2,92	3,20	3,82
Dic	3,30	3,50	4,78	5,88	1,54	2,80	3,11	3,75
2002 Gen	3,20	3,50	4,78	5,76	1,50	2,74	3,05	3,72
Feb	3,20	3,25	4,81	5,65	1,40	2,67	2,95	3,75
Mar	3,20	3,17	4,93	5,54	1,34	2,60	2,87	3,78

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

Per questo motivo si è ritenuto prudente utilizzare, come previsione dei tassi di mercato da introdurre nelle nostre equazioni dei tassi bancari, dei valori un po' più bassi dei corrispondenti tassi impliciti (v. le previsioni dell'Euribor e del Repo riportate della TAB. 3.12). Calcolando con lo stesso criterio anche le stime del Rendiob (a sua volta legato al rendimento degli IRS [*Interest rate swaps*] a 3-5 anni) si sono quindi determinate le previsioni dei tassi bancari valide per il periodo settembre 2001 - marzo 2002 (TAB. 3.12). Ne emerge uno scenario di tassi ancora decrescenti.

TAB. 3.13 – Intervalli di confidenza delle previsioni dei tassi bancari a breve

	Prob.	Medio impieghi a breve		Passivo c/c		Tasso CD < 6m.	
		Dic. 2001	Mar.2002	Dic. 2001	Mar.2002	Dic. 2001	Mar.2002
Tasso bancario	1%	5,32	4,71	1,15	0,85	2,21	1,79
	5%	5,45	4,94	1,23	0,97	2,33	1,99
	95%	6,15	6,08	1,64	1,61	2,91	2,94
	99%	6,31	6,33	1,71	1,73	3,02	3,12
Diff. Euribor a 3 mesi	1%	1,98	1,77	-2,52	-2,68	-1,24	-1,30
	5%	2,13	1,93	-2,32	-2,45	-1,07	-1,13
	95%	2,87	2,68	-1,42	-1,39	-0,29	-0,35
	99%	3,02	2,83	-1,24	-1,19	-0,13	-0,19

Fonte: nostre elaborazioni s dati disponibili al 3.10.2001

La TAB. 3.13 riporta invece gli intervalli di confidenza per i tassi bancari a breve. Il metodo di calcolo, che ha richiesto per ogni valore l'elaborazione di 100.000 simulazioni, è già stato illustrato nello scorso numero dell'*Osservatorio* (pagg.59-60). Un valore corrispondente all'1% significa che è inferiore all'1% la probabilità di avere un tasso *più basso* di quello indicato in tabella; il valore corrispondente al 99% indica invece che è minore dell'1% la probabilità di avere un valore *più alto* di quello qui riportato. Per esempio, per il tasso medio sugli impieghi a breve, il valore centrale previsto per marzo 2002 è pari al 5,50% con una probabilità inferiore al 5% che tale valore sia pari o inferiore al 4,94% o superiore al 6,08%. L'ampiezza di questi intervalli conferma l'incertezza delle previsioni, e lo stesso vale per la stima del loro differenziale con l'Euribor a tre mesi (calcolati al 12 ottobre).

4. ALCUNI ASPETTI DEL *POST* 11 SETTEMBRE

Gli avvenimenti dell'11 settembre hanno trasmesso una serie di shock all'economia reale e ai mercati finanziari di dimensioni per ora non prevedibili. In questo capitolo vengono discussi brevemente alcuni temi, di diverso spessore, toccati dai comportamenti succedutisi all'11 settembre. In particolare saranno commentati gli interventi delle banche centrali nei giorni immediatamente successivi al fine di assicurare l'operatività dei mercati finanziari, alcuni possibili effetti dello shock sulle reazioni dei sistemi bancari e un confronto tra l'andamento delle quotazioni azionarie e dei tassi d'interesse con quelli rilevati in altre due, precedenti, situazioni di crisi.

4.1 Gli interventi delle banche centrali*

Nelle ore e nei giorni immediatamente seguenti agli attentati terroristici, sono emersi due ordini di problemi urgenti:

(i) evitare che si creasse una crisi di liquidità sui mercati; in particolare, rimediare alla scarsità di fondi liquidi in dollari, dovuta alla limitata operatività di alcune banche con sede a New York ed alla chiusura dei mercati borsistici negli USA (dall'11 al 14 settembre);

(ii) Evitare che la fase di incertezza ed i rischi di peggioramento delle prospettive economiche producessero un effetto di panico sulle borse.

Il primo di questi problemi è quello che ha attratto maggiormente l'attenzione dei banchieri centrali nella fase immediatamente successiva agli attentati, in particolare nella settimana terminante il 14 settembre. Su questo fronte, le autorità hanno operato su due piani: quello della comunicazione e quello degli interventi di finanziamento al mercato.

Sul piano della comunicazione, la BCE ha provveduto ad assicurare con tempestività ai mercati - a partire dall'11 settembre stesso e nei giorni successivi - la sua piena disponibilità a fornire al sistema finanziario la necessaria liquidità, anche grazie al coordinamento con la FED e con le altre maggiori banche centrali

* A cura di A. Baglioni.

del mondo. Inoltre, ha confermato che il sistema dei pagamenti (TARGET) continuava a funzionare regolarmente, per pagamenti sia domestici sia *cross-border*.

Sul piano operativo, la BCE ha effettuato le seguenti operazioni di carattere straordinario:

- 12 settembre. Operazione di *fine tuning*, volta a fornire liquidità con scadenza *overnight*; effettuata con “asta veloce” al tasso fisso del 4,25% (pari al tasso-base sulle operazioni principali), senza indicazione preventiva dell’ammontare da assegnare. L’ammontare assegnato è risultato pari a 69,3 miliardi di euro.
- 13 settembre. Seconda operazione di *fine tuning*, con le stesse caratteristiche della precedente. Ammontare assegnato: 40,5 miliardi di euro.
- 13 settembre. Accordo con la FED per uno *swap* valutario pari a 50 miliardi di dollari. In base all’accordo, la BCE aveva la possibilità di prelevare dollari (fino all’ammontare prestabilito) dalla FED di New York, depositandovi il controvalore in euro. Le somme prelevate dovevano essere messe a disposizione delle singole banche centrali dell’Eurosistema, le quali a loro volta le avrebbero utilizzate per venire incontro alle necessità di dollari delle banche europee. La scadenza della *swap line* è stata fissata in 30 giorni.

Questi interventi della BCE sono avvenuti in contemporanea ad interventi analoghi da parte di altre banche centrali. Nella giornata del 13 settembre, ad esempio, la FED ha aumentato le riserve bancarie di 38,2 miliardi di dollari; la Bank of Japan ha immesso liquidità per un ammontare di circa 2.000 miliardi di yen. Nel complesso, stime di mercato hanno indicato in 190 miliardi di dollari il totale dei fondi liquidi immessi sul mercato monetario da queste tre banche centrali nei quattro giorni dall’11 al 14 settembre. Inoltre, anche la Bank of England ha stipulato con la FED un accordo per uno *swap* valutario - per 30 miliardi di dollari - simile a quello stipulato dalla BCE.

Nel complesso, le banche centrali hanno agito con tempestività ed efficacia, garantendo una rete di sicurezza al sistema finanziario ed evitando che la crisi in atto venisse aggravata dall’insorgere di una carenza di liquidità, dovuta a problemi tecnici o a situazioni di panico. Sul mercato monetario, la fase di tensione si è esaurita già nella giornata successiva agli attentati: in seguito all’operazione straordinaria di rifinanziamento attuata dalla BCE, il tasso

overnight nell'area Euro – che si era portato in prossimità del limite superiore del “corridoio dei tassi” (5,25%) – era tornato su livelli normali, ovverosia attorno al tasso base del 4,25%. Il rischio di un blocco dell'operatività dei mercati e degli intermediari finanziari è stato scongiurato, a parte ciò che riguarda la chiusura della borsa di New York, per i danni subiti dalle infrastrutture. Infine, anche il sistema dei pagamenti non ha subito contraccolpi: in particolare, non si è verificato alcun blocco a livello sistemico.

Il secondo problema, affrontato dalle autorità monetarie, è stato quello di evitare che la crisi avesse un impatto dirompente sui mercati borsistici. Sia la FED sia la BCE sono intervenute sui tassi ufficiali nella giornata del 17 settembre, per fornire un sostegno ai mercati in coincidenza con la riapertura della borsa di New York. La banca centrale americana ha ridotto in quell'occasione di mezzo punto percentuale il tasso-obiettivo sui *federal funds*, portandolo al 3%. Nel comunicato che ha accompagnato la decisione, la stessa FED sottolineava come la massiccia iniezione di liquidità operata in quei giorni avrebbe potuto indurre il tasso sui *federal funds* a portarsi anche al di sotto del tasso-obiettivo, a conferma dell'eccezionalità delle circostanze. La BCE ha seguito la decisione della FED, riducendo di mezzo punto percentuale il tasso-base sulle operazioni di rifinanziamento principale, portandolo così al 3,75%. Entrambe le banche centrali hanno motivato le loro decisioni con il possibile peggioramento delle prospettive di crescita, dovuto al calo di fiducia che avrebbe potuto generarsi a seguito degli attentati. In particolare, la BCE sottolineava come il possibile indebolimento della domanda avrebbe sortito l'effetto di contenere le pressioni inflazionistiche nell'immediato futuro.

Questi interventi delle banche centrali americana ed europea sono stati accompagnati da analoghe mosse da parte delle banche centrali di altri paesi, nella stessa giornata del 17 o in quella successiva. Ad esempio, la Bank of England ha ridotto di 25 punti base (al 4,75%) il tasso di rifinanziamento, nonostante il dato sull'inflazione di agosto (2,6%) segnasse un superamento dell'obiettivo di medio periodo (2,5%). La Bank of Japan ha ridotto il tasso di rifinanziamento dal già bassissimo livello dello 0,25% allo 0,10%.

Successivamente, il 2 ottobre, la FED ha ritenuto di intervenire con un nuovo taglio di mezzo punto del tasso sui *federal funds*, portandolo al 2,5%. L'eccezionale “aggressività” della politica monetaria americana, che ha portato -

con nove interventi dall'inizio dell'anno - i tassi ufficiali dal 6,5% al 2,5% (un livello storicamente molto basso e negativo in termini reali) è stata giustificata dalla FED con la grande incertezza creatasi in seguito alla crisi in corso, e con il conseguente peggioramento delle prospettive di breve periodo relative alla domanda ed all'attività economica.

L'indebolimento delle prospettive di crescita, ed in particolare il peggioramento del clima di fiducia dei consumatori, ha indotto la Bank of England a seguire ancora il segnale lanciato dalla FED, abbassando il tasso d'intervento di un altro quarto di punto (portandolo così al 4,5%).

Le banche centrali dei principali paesi hanno dimostrato, con gli interventi appena descritti, di volere sostenere i mercati finanziari, durante la fase di crisi, con determinazione e con un buon livello di coordinamento. Insieme alle misure espansive di politica fiscale annunciate dalle autorità americane, tali interventi sembrano avere avuto successo nel fornire sufficienti rassicurazioni al mercato: ad un mese dagli attentati terroristici, le principali borse – sia negli USA che in Europa – hanno ormai recuperato tutte le perdite accusate l'11 settembre e nelle due settimane immediatamente successive. Naturalmente, una valutazione degli effetti di queste misure sull'economia reale è prematura. Tuttavia, bisogna riconoscere che pesanti e prolungati ribassi dei corsi dei titoli avrebbero potuto avere effetti negativi sull'evoluzione congiunturale, tramite l'“effetto-ricchezza”: almeno questa eventualità è stata per ora evitata.

4.2 Alcuni effetti sui sistemi bancari*

Il ciclo borsistico ormai decisamente negativo e gli attacchi terroristici contribuiranno a disincentivare il ricorso delle imprese al finanziamento sul mercato, non solo in conseguenza delle peggiorate prospettive dell'economia reale ma anche a ragione del maggior costo implicito del ricorso al mercato determinato dalla più accentuata volatilità dei corsi.

Parallelamente, le reazioni degli investitori al peggioramento del ciclo di borsa e alle incertezze del quadro internazionale sembrano contraddistinte da una

* A cura di A. Patarnello.

elevata preferenza per la liquidità e da una ricomposizione dei portafogli a favore della moneta.

I sistemi bancari sono interessati da questa evoluzione sotto diversi punti di vista. L'andamento del ciclo congiunturale e il mutato clima di fiducia che caratterizza i comportamenti delle imprese e dei consumatori:

- possono incidere con intensità diversa sugli attivi bancari, modificare le scelte di composizione dei portafogli prestiti ed influenzare le condizioni di rischio dell'intermediazione creditizia;
- hanno effetti sull'intensità e sulle caratteristiche della domanda e dell'offerta di credito;
- possono influenzare le *performances* e la struttura dei conti economici delle banche.

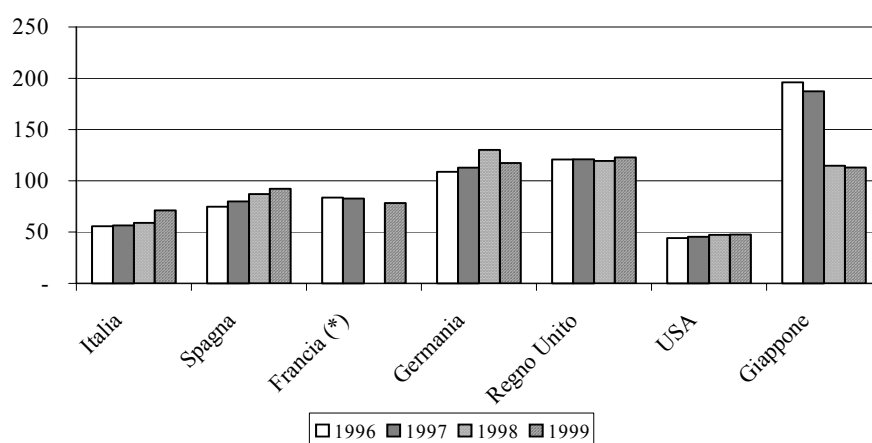
L'intensità con cui il nuovo scenario incide sui sistemi bancari dipende in parte dal modo in cui nei diversi mercati, e specificamente nel mercato europeo, si è andato affermando il modello di divisione del lavoro tra banche e mercati nel finanziamento di impresa e dal diverso ruolo che il credito bancario ha nelle strutture finanziarie delle imprese. Alcune tra le numerose indagini empiriche indirizzate ad esaminare l'evoluzione strutturale dei sistemi bancari, mettono in evidenza che le banche hanno subito i processi di disintermediazione, talvolta in forma accentuata (come in Francia) e che lo sviluppo dei mercati ha elevato il peso del debito negoziabile nei passivi di impresa; tale tendenza sembrerebbe avere circoscritto soprattutto il ruolo delle banche nella mobilitazione del risparmio, a vantaggio degli operatori della *securities industry*, ma non ha ridotto la loro funzione nell'attività di finanziamento, accentuandone anzi la specializzazione nell'ambito dei sistemi finanziari, pur con effetti non desiderati sui margini e sulle condizioni di rischio.

La funzione del credito bancario nelle economie sviluppate non sembra quindi essersi significativamente ridotta; solo pochi sistemi finanziari possono essere ricondotti alla tradizionale stilizzazione tra modelli *market oriented* e *bank oriented*.

Il credito bancario riveste un ruolo rilevante nelle politiche finanziarie delle imprese, anche se assume forme tecniche e caratteristiche differenti nelle diverse fasi di sviluppo, sostenendo ad esempio, nella maggior parte dei sistemi operazioni di espansione o di riassetto della grande impresa, ed affiancando la

raccolta sul mercato dei capitali, come attesta il ruolo delle banche attraverso il *bridge financing* nelle operazioni di finanza straordinaria di norma perfezionate nei mercati di borsa; l'incidenza del credito bancario sul PIL nella seconda metà degli anni '90 è crescente nella maggior parte dei sistemi avanzati (FIG. 4.1) anche se il valore relativo consente di evidenziare differenze tra i sistemi che hanno favorito, o parzialmente subito, lo sviluppo dei circuiti di mercato e sistemi tradizionalmente imperniati su un consolidato rapporto banca-impresa;

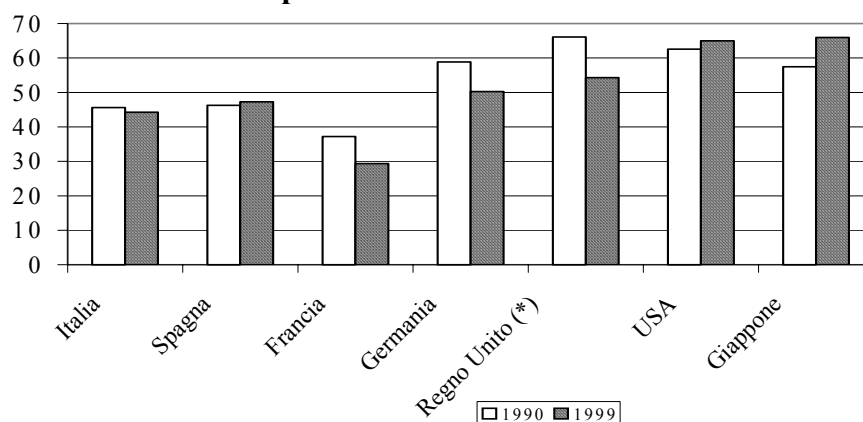
FIG. 4.1 - Incidenza del credito bancario sul PIL nei principali paesi



(*) Per la Francia il dato 1998 non è disponibile;

Fonte: Elaborazioni su dati OECD, International Financial Statistics.

FIG. 4.2 - Incidenza dei prestiti sull'attivo delle banche commerciali



(*) Totale sistema bancario

Fonte: OECD, Bank Profitability 2000

Sebbene il peso dei prestiti sull'attivo delle banche commerciali risulti in molti paesi decrescente, pur partendo da valori molto differenti nel confronto internazionale (FIG. 4.2) il credito degli intermediari mantiene un'importanza centrale nel finanziamento dei programmi di investimento, in particolare della media impresa, come indicano l'incidenza dell'indebitamento a medio termine nelle strutture finanziarie delle imprese, soprattutto di quelle di minori dimensioni, (TAB. 4.1).

Il coinvolgimento nel finanziamento della media impresa da parte delle banche, particolarmente intenso in alcuni sistemi come la Germania, unitamente alla tendenza delle banche a ricomporre i propri portafogli verso l'attività di credito a medio e lungo termine richiedono probabilmente alle banche un grado di *commitment* più elevato nei confronti dei debitori.

TAB. 4.1 - Imprese: incidenza del credito delle istituzioni creditizie
(valori in % sul totale attivo)

		Totale Imprese		Imprese Maggiori		Imprese Piccole	
		<1 anno	>1 anno	<1 anno	>1 anno	<1 anno	>1 anno
Francia	1990	6,74	6,42	6,42	5,40	6,38	11,80
	1999	3,46	4,69	3,16	3,84	4,03	8,82
Spagna	1990	12,68	6,10	11,36	6,39	17,09	5,51
	1999	6,53	4,86	5,43	4,43	12,61	8,96
Germania	1990	4,84	3,97	3,81	3,19	14,90	12,48
	1999	3,28	2,68	3,15	1,97	14,29	15,38
Italia	1990	16,84	7,87	15,05	8,86	19,22	5,95
	1999	14,22	6,96	12,11	6,98	18,00	7,55
Giappone	1990	11,36	11,81	9,14	4,7	14,35	24,49
	1999	10,61	13,14	8,28	6,3	13,57	28,42
Usa	1990	3,15	8,02	2,54	7,67	9,09	11,36
	1999	2,59	8,31	2,11	7,95	9,31	12,59

Fonte: Bank for the Accounts of Companies Harmonised (BACH)

Al tempo stesso la complementarità tra intermediari e mercati appare più stretta ed evidente in relazione sia all'assetto organizzativo assunto dalle banche e dai gruppi bancari nei principali sistemi sia alle strutture di conto economico e all'incidenza sui margini dei ricavi derivanti da servizi di mercato.

In questa situazione alle banche potrebbe essere richiesto di svolgere un ruolo di ammortizzatori della fase di instabilità anche in considerazione:

- di una minore prevedibilità degli scenari macroeconomici, quanto meno entro un orizzonte temporale di breve periodo;
- di maggiori difficoltà nell'interpretare gli interventi di politica monetaria, finalizzati a limitare gli effetti sulla congiuntura della crisi politica internazionale;
- di una ridotta capacità dei mercati di fronteggiare una domanda di nuovi capitali per il finanziamento delle politiche di sviluppo delle imprese;
- di una maggiore complessità informativa nell'attività di finanziamento delle imprese produttive.

La possibilità di accollarsi tale ruolo può risultare molto differente tra i vari sistemi bancari contribuendo ad accentuare una divaricazione di competenze e di ritmi di sviluppo, soprattutto tra banche dell'area europea. Sembrano soprattutto interessate da possibili effetti della fase congiunturale:

(a) le scelte di composizione dei portafogli: secondo le principali agenzie di *rating* l'attuale situazione di crisi potrebbe ripercuotersi in modo differente sulle banche in relazione soprattutto alla composizione settoriale dei portafogli e all'esposizione al ciclo di particolari categorie di debitori; sotto questo punto di vista il maggiore orientamento verso l'attività al dettaglio di taluni sistemi bancari o categorie di banche (in particolare, le banche popolari) dovrebbe minimizzare l'impatto della fase negativa sulla qualità dei portafogli; la crisi internazionale sembra penalizzare in modo specifico taluni settori (trasporti e assicurazioni) ma le interazioni tra il quadro internazionale e l'attività dei mercati potrebbero incidere negativamente sull'esito di rilevanti processi di ristrutturazione che stanno interessando alcuni settori strategici nei sistemi europei e che hanno fino ad oggi poggiato largamente su una combinazione tra finanziamento degli intermediari e ricorso ai mercati;

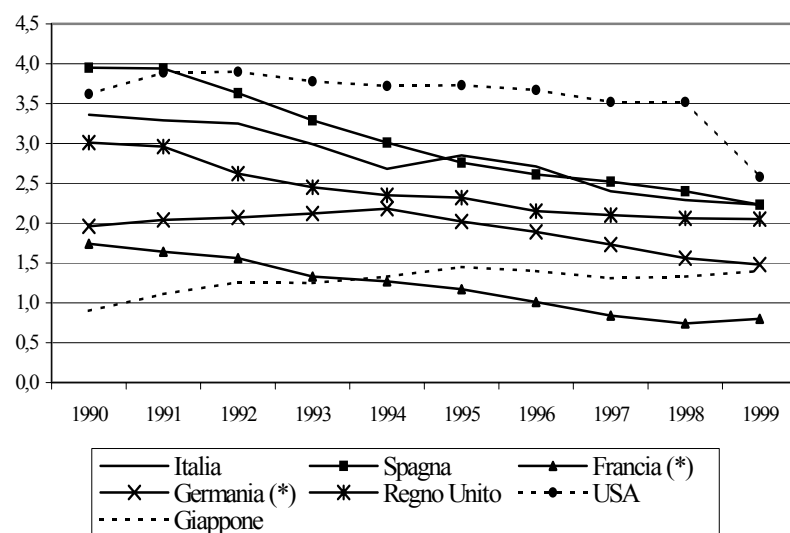
(b) le politiche aziendali di analisi e gestione del rischio: la capacità delle banche di sostenere una domanda di credito per obiettivi di espansione,

transitoriamente in alternativa ai circuiti di mercato, dipenderà in modo decisivo dalla qualità dei processi di selezione dei debitori e dalla tecnologia della valutazione del rischio, che molte banche europee potrebbero aver maturato in misura superiore nella prolungata fase di ricomposizione dei portafogli verso il finanziamento a medio e lungo termine; da questo punto di vista, il divario tra banche italiane ed europee appare marcato: a fine 2000, la quota del credito a breve nel finanziamento di impresa delle banche italiane era pari a circa il 50,8% (a fronte di una media del 35% circa per gli intermediari dell'area dell'euro), mentre i crediti con scadenza superiore ai cinque anni non raggiungevano il 27%, rispetto a un valore medio di oltre il 48% per le banche dell'area euro (dati Banca d'Italia);

(c) le performances e la struttura dei conti economici, e, indirettamente, la formulazione dei programmi di crescita per i prossimi esercizi: le banche dei principali sistemi bancari hanno bilanciato negli anni passati la contrazione dei margini dell'attività creditizia con il forte sviluppo dei ricavi generati dalla gestione del risparmio e dall'offerta di servizi di mercato (FIGG. 4.3 e 4.4); per alcuni sistemi bancari, il peso di tale voce ha costituito negli ultimi anni di forte sviluppo dei mercati organizzati una componente rilevante della formazione del margine di intermediazione (FIG. 4.5). Parallelamente, il miglioramento o la stabilità delle *performances* in alcuni sistemi bancari, tra cui quelli italiano e francese, sono stati perseguiti, in presenza di rigidità nei costi operativi, anche attraverso una diminuzione delle quote di utili destinati agli accantonamenti (FIG. 4.6).

Il venire meno dei flussi di ricavi collegati all'attività di mercato potrà indurre gli intermediari a privilegiare l'attività di intermediazione tradizionale, ricercando una parziale ricomposizione dei margini; tale scelta potrà risultare efficace quanto maggiore risulterà l'orientamento delle banche verso i segmenti al dettaglio, ma soprattutto in relazione alla qualità dei processi di selezione e all'accuratezza del pricing del credito; richiederà in ogni caso una capacità delle strutture patrimoniali e di conto economico di fronteggiare le mutate condizioni di rischio, attraverso politiche di copertura che potrebbero richiedere una dinamica più accentuata degli accantonamenti.

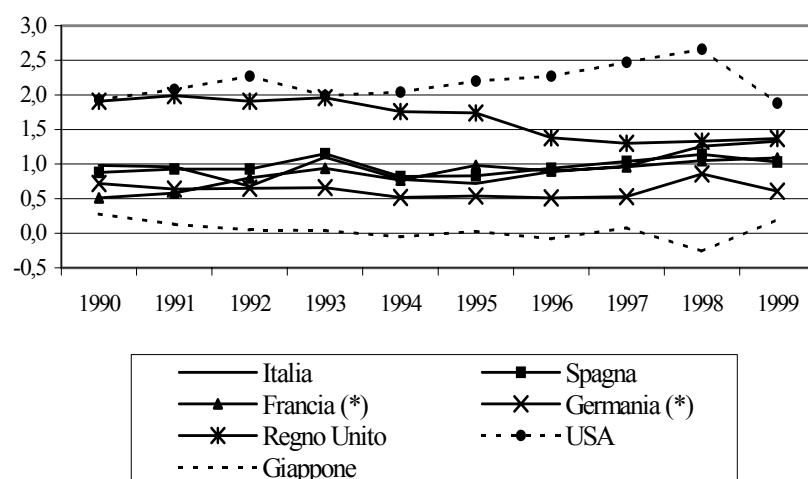
FIG. 4.3 - Incidenza del margine di interesse sull'attivo totale delle banche commerciali



(*) Totale sistema bancario;

Fonte: OECD, Bank Profitability 2000.

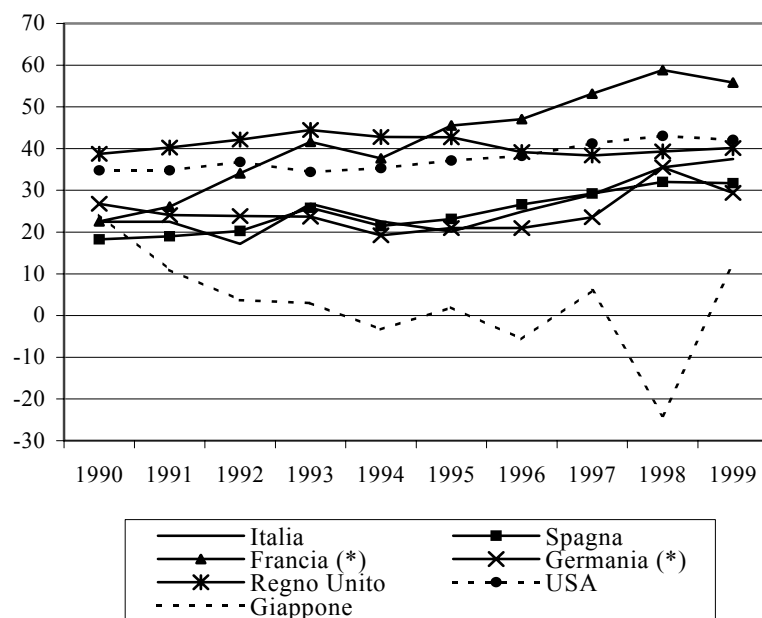
FIG. 4.4 - Incidenza dei ricavi netti da servizi sull'attivo totale delle banche commerciali



(*) Totale sistema bancario;

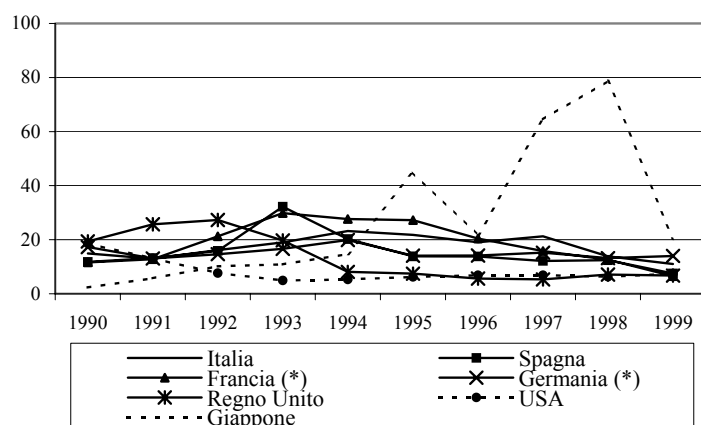
Fonte: OECD, Bank Profitability 2000.

FIG. 4.5 - Incidenza dei ricavi netti da servizi sul margine di intermediazione delle banche commerciali



(*) Totale sistema bancario;
Fonte: OECD, Bank Profitability 2000.

FIG. 4.6 - Incidenza degli accantonamenti sul margine di intermediazione delle banche commerciali

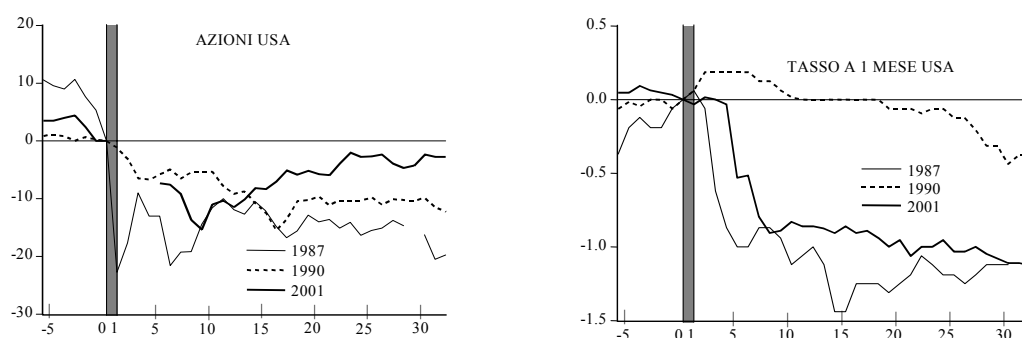


(*) Totale sistema bancario;
Fonte: OECD, Bank Profitability 2000.

4.3 La crisi attuale confrontata con crisi precedenti*

Dopo l'11 settembre negli Stati Uniti si è avuta una forte caduta degli indici azionari, dell'ordine di quella verificatasi in due precedenti episodi (FIG 4.7): i crolli del 2 agosto 1990 (invasione del Kuwait da parte dell'Irak e successiva "guerra del Golfo") e del 16 ottobre 1987 (il "lunedì nero" di Wall Street). In tutte e tre i casi la caduta della borsa ha accomunato Stati Uniti ed Europa, ma le cause dietro i tre eventi non sono omogenee, come non omogenea era la situazione economica a monte delle crisi e pertanto la risposta delle Autorità monetarie.

FIG. 4.7 - Andamento delle quotazioni azionarie e dei tassi d'interesse a breve in USA nei giorni immediatamente precedenti e successivi alle crisi



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

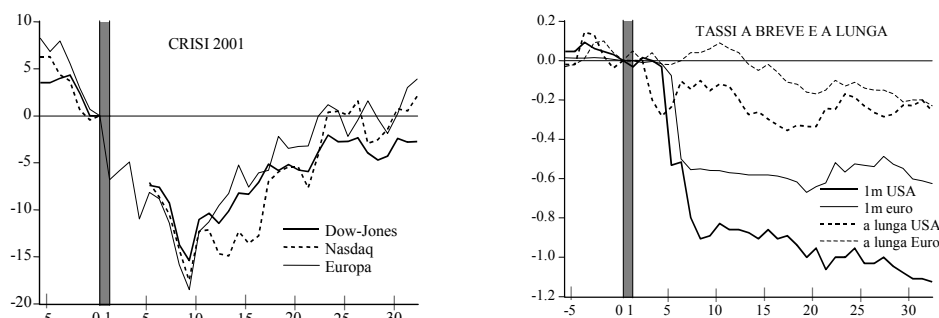
Nota: per le azioni i valori riportati vanno interpretati come variazioni percentuali

Gli eventi dell'11 settembre hanno colpito un'economia americana già in recessione, rendendo il rischio di panico finanziario più concreto che negli altri episodi; gli attentati avevano per la prima volta colpito gli Stati Uniti *nel* loro interno e avevano determinato specialmente nelle prime ore successive agli attentati un'incertezza politico-militare particolarmente elevata. La scelta di chiudere Wall Street e il Nasdaq per alcuni giorni ha avuto proprio lo scopo di evitare atteggiamenti irrazionali e/o di panico da parte degli investitori che, riflettendosi sulle quotazioni, avrebbero potuto determinare una corsa verso il

* A cura di G. Verga

basso dei prezzi, con forti effetti ricchezza negativi per i possessori di azioni e conseguenze pericolose per lo stato di fiducia degli investitori/consumatori.

FIG. 4.8 - Andamento delle quotazioni azionarie e dei tassi d'interesse in USA e nella zona-Euro nei giorni immediatamente precedenti e successivi all'11 settembre 2001



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

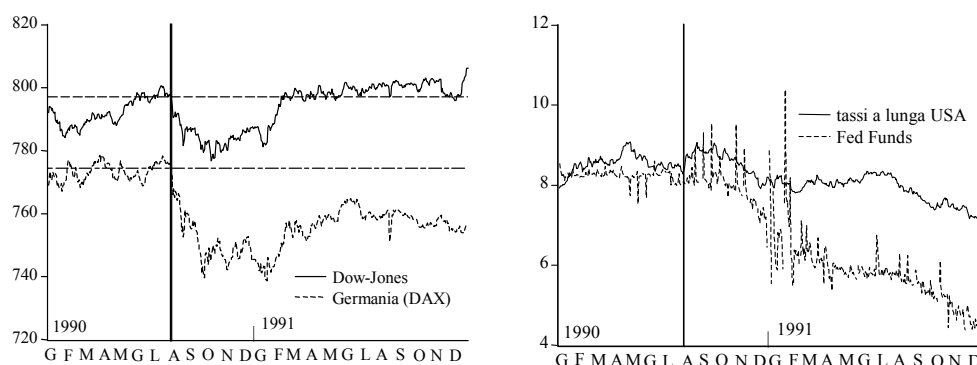
Nota: per le azioni i valori riportati vanno interpretati come variazioni percentuali

La chiusura delle Borse Americane ha fatto sì che l'impatto delle notizie che progressivamente si succedevano sugli episodi terroristici ricadesse inizialmente sui mercati degli altri paesi, non direttamente colpiti da quanto accaduto, e sui quali, quindi, le eventuali ondate emotive sarebbero state più contenute. Nel frattempo la FED, in accordo con la BCE e altre banche centrali, preparava una rete di sicurezza per il mercato dei capitali (tra cui la riduzione dei tassi ufficiali), pronta ad agire alla loro riapertura, mentre anche la situazione politica sia andava schiarendo. Il risultato è stato che alla loro riapertura, i mercati americani hanno accusato perdite dello stesso ordine di quelle che, nei giorni di chiusura delle borse USA, si erano progressivamente cumulate in Europa. Nel giro di un paio di settimane, inoltre, gli interventi delle autorità monetarie e il successo politico internazionale degli USA nel loro sforzo di combattere il terrorismo hanno ridato fiducia agli investitori, tanto che gli indici azionari sono tornati al loro livello precedente l'11 settembre (FIG. 4.8).

Nel caso della "guerra del Golfo" (iniziata il 2 agosto 1990 con l'invasione del Kuwait) l'economia americana stava attraversando una fase di crescita e, inoltre, l'episodio coinvolgeva gli Stati Uniti solo indirettamente. La caduta delle borse fu molto forte (complessivamente un 20% circa), ma più graduale di quella del 2001 (circa un paio di mesi – FIG. 4.9), e all'inizio non vi fu alcun intervento espansivo da parte della FED, anche perché la crisi politico-militare - riguardante

paesi produttori di petrolio - determinò un immediato incremento del prezzi del greggio, con conseguenze inflazionistiche su un'economia che già appariva in fase di crescita. Solo successivamente, in seguito alla caduta degli indici di fiducia dei consumatori e del consumo, la FED cominciò ad attuare una politica più espansiva, con una forte riduzione dei tassi d'interesse a breve (circa 4 punti). Anche la ripresa dei corsi azionari fu relativamente lenta, e, negli USA, le quotazioni tornarono al livello precedente la crisi solo alla fine della guerra.

FIG. 4.9 - La crisi della “guerra del Golfo”: andamento delle quotazioni azionarie e dei tassi d’interesse



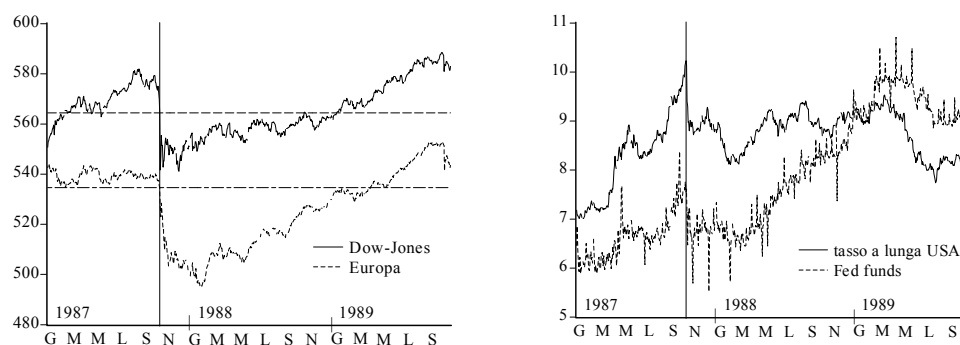
Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

Nota: per le azioni scala logaritmica: le variazioni vanno intese come variazioni percentuali; la barra verticale indica il giorno della crisi

Nel caso del “lunedì nero” del 1987 la caduta dei corsi a Wall Street fu fortissima (dell’ordine del 20%) e concentrata in una sola giornata. La crisi era prettamente di natura finanziaria, e la caduta delle quotazioni azionarie americane seguiva alcuni mesi di crescita incontrollata dei prezzi, da molti interpretata come un bolla speculativa. Il mercato non venne chiuso; le ondate di vendita si seguirono le une alle altre, anche per gli ordini automatici di vendita che scattarono allo scendere dei prezzi sotto un certo livello. La risposta della FED fu immediata e i tassi a breve furono ridotti di un punto. Dopo alcuni giorni di forte volatilità, comunque, i corsi ripresero a salire, anche se impiegarono circa nove mesi prima di ritornare al loro livello precedente la crisi, seguendo sostanzialmente il buon andamento dell’economia americana, come dimostrano

anche i tassi a breve che alla fine si assestarono a circa due punti sopra il livello precedente al 16 ottobre 1987 (FIG. 4.10).

FIG. 4.10 - Il lunedì nero dell'ottobre 1987: andamento delle azioni e dei tassi d'interesse



Fonte: nostre elaborazioni su dati Datastream

Nota: per le azioni scala logaritmica: le variazioni vanno intese come variazioni percentuali; la barra verticale indica il giorno della crisi

Questi tre episodi di crisi finanziarie, pur dovuti a motivazioni diverse, risultano di pari gravità per quanto riguarda il loro impatto sui corsi azionari. In tutti i casi le autorità monetarie sono intervenute per impedire il formarsi di situazioni di panico e evitare impatti eccessivamente negativi sul futuro dell'economia. La rapidità e l'intensità degli interventi è stata di volta in volta calibrata alle ragioni della crisi e alle condizioni economiche prevalenti. Nel mese di settembre 2001, in particolare, la collaborazione economica e politica a livello internazionale è stata essenziale per un rapido riassorbimento dei primi effetti finanziari della crisi.

5. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

Durante i primi nove mesi dell'anno si è assistito ad una sostanziale tenuta delle emissioni di titoli obbligazionari (pur con un lieve incremento delle emissioni di titoli di stato), mentre si è avuta una decisa contrazione nel volume di risorse canalizzate dalla borsa, sia mediante aumenti di capitale da parte di società quotate sia mediante offerte di azioni al pubblico. Il ribasso che, indipendentemente dagli eventi dell'11 settembre, ha caratterizzato i mercati azionari e la tenuta dei mercati obbligazionari hanno determinato un forte riorientamento dei portafogli gestiti, e in particolare dei fondi comuni; infatti, le preferenze del pubblico si sono sempre più orientate verso gli investimenti a reddito fisso a scapito di quelli in titoli azionari. Anche gli scambi di titoli sui mercati regolamentati hanno avuto una sostanziale flessione, che non si è manifestata con la medesima intensità nei vari segmenti di mercato.

5.1 Emissioni lorde e nette di titoli

Nel periodo gennaio-agosto del 2001 le emissioni lorde di titoli di debito si sono mantenute, seppur in lieve aumento, sullo stesso livello del medesimo periodo dell'anno precedente (686 mila miliardi di lire contro 646 mila miliardi di lire). Solamente le emissioni di titoli di stato segnano un certo incremento rispetto a quelle del periodo gennaio-agosto del 2000: infatti, le emissioni lorde sono cresciute di 29 mila miliardi di lire, essenzialmente a causa dell'aumento delle emissioni di BOT, passate da 224 mila miliardi di lire a 256 mila miliardi di lire (TAB. 5.1). Ciò è da porre in relazione, da un lato, alle maggiori esigenze di cassa del Tesoro rispetto a quanto atteso (come del resto confermato dal segno positivo delle emissioni nette dopo che negli ultimi due anni le emissioni nette di titoli di stato sono risultate negative) e, dall'altro, all'incertezza che per tutto il 2001 ha caratterizzato i mercati e che ha fatto crescere la domanda di titoli a breve in cui riversare liquidità in attesa di un chiarimento circa l'evoluzione futura dei mercati.

* A cura di M. Anolli e A. Banfi.

Sostanzialmente invariate risultano le emissioni lorde e nette di obbligazioni emesse dalle banche e dalle imprese.

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

	1999	2000	2000 gen-ago	2001 gen-ago
EMISSIONI LORDE				
<i>Titoli di stato</i>	784	629	472	501
di cui:				
a breve termine	373	319	224	256
a medio /lungo termine	411	310	248	245
<i>Obbligazioni</i>	205	248	174	185
di cui:				
Emesse dalle banche	158	165	112	115
TOTALE EMISSIONI LORDE	989	877	646	686
EMISSIONI NETTE				
<i>Titoli di stato</i>	23	-4	46	67
di cui:				
a breve termine	-35	-34	-7	37
a medio /lungo termine	58	30	53	30
<i>Obbligazioni</i>	21	90	59	73
di cui:				
Emesse dalle banche	20	32	22	25
TOTALE EMISSIONI NETTE	44	86	105	140

Fonte: Banca d'Italia

5.2 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nei primi nove mesi del 2001 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 (Opvs), è stato pari a 15.474 miliardi di lire, in accentuata riduzione (-44,2%) rispetto ai 27.724 miliardi di lire osservati nello stesso periodo dell'anno precedente. Del totale delle risorse complessivamente raccolte, il 42,4% è da ricondurre ad aumenti di capitale (l'anno precedente gli aumenti di capitale avevano rappresentato il 23% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato, si osserva l'assoluta prevalenza della Borsa

sia per gli aumenti di capitale (96,6% del totale, contro l'86,2% dell'anno precedente) sia per le Opvs (97,2% del totale contro il 66,2% dell'anno precedente).

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 6.560 miliardi di lire a fronte di 18 operazioni (7.344 miliardi di lire con 31 operazioni nell'intero 2000). In lieve crescita è risultata la dimensione media delle operazioni (364 miliardi di lire, contro i 237 miliardi del 2000 e gli oltre 1.400 miliardi del 1999). Le risorse raccolte mediante aumenti di capitale sono cresciute sia in rapporto al controvalore degli scambi sia della capitalizzazione di fine periodo. Il primo rapporto è passato dallo 0,44% di fine 2000 allo 0,64% di fine settembre; mentre il secondo è aumentato dallo 0,46% allo 0,67%.

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, si è osservata una netta prevalenza in termini numerici delle emissioni da parte delle banche (4 operazioni: Banca Popolare Commercio & Industria, Banca Popolare di Milano, Interbanca, Banca Popolare di Lodi), mentre l'operazione di maggior dimensione è stata l'aumento di capitale Olivetti, per un volume complessivo di denaro fresco raccolto superiore a 4.200 miliardi di lire (ovvero il 64% del totale).

Nei primi nove mesi del 2001 (TAB. 5.2) si sono avute 17 operazioni di Opvs per complessivi 8.914 miliardi di lire a confronto delle 29 operazioni per complessivi 20.991 miliardi del corrispondente periodo del 2000 (le operazioni erano state 48 per 25.108 miliardi di lire nell'intero 2000, mentre nel 1999 erano stati raccolti con Opvs circa 50.000 miliardi di lire). L'importo medio delle operazioni (pari a 524 miliardi di lire) è analogo a quello dell'anno precedente (l'importo medio delle operazioni di Opvs era stato pari a 2.060 miliardi nel 1999). Le ammissioni a quotazione hanno interessato soprattutto la Borsa e in misura molto minore il Nuovo Mercato e anche questo costituisce una discontinuità rispetto all'anno precedente quando, su 49 società ammesse alla quotazione, 34 erano entrate sul Nuovo Mercato e 16 in Borsa¹. Per quanto riguarda la distribuzione temporale delle operazioni, si è assistito ad un ravvivarsi dell'interesse verso la quotazione di borsa nei mesi primaverili, mentre nei primi

¹ Il dato comprende una società ammessa alla quotazione di borsa e poi trasferita nel medesimo anno sul Nuovo Mercato.

mesi dell'anno le operazioni di ingresso in borsa sono state pressoché assenti e lo sono state del tutto nei mesi di agosto e settembre.

La flessione dei corsi ha avuto quindi un impatto molto pesante sulla frequenza e sulle dimensioni dell'accesso al mercato primario da parte delle società quotate; per quanto riguarda le operazioni di collocamento, si è osservata la sospensione generalizzata delle operazioni che erano in corso; in questo il mercato italiano condivide pienamente la sorte delle altre borse principali (per esempio, nel mese di settembre, per la prima volta dopo oltre 14 anni, nessuna nuova società ha fatto ingresso a Wall Street).

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

	1999	2000	2001 gen-set
<i>Aumenti di capitale di soc. quotate</i>			
numero operazioni	30	31	18
denaro raccolto (miliardi)	42.379	7.344	6.560
importo medio	1.412	237	364
in % della capitalizz. di fine periodo	3,06%	0,46%	0,67%
in % degli scambi del periodo	4,44%	0,44%	0,64%
<i>Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.</i>			
numero operazioni	24	48	17
denaro raccolto (mld)	49.437	25.108	8.914
importo medio	2.060	523	524
in % della capitalizz. di fine periodo	3,60%	1,58%	0,87%
in % degli scambi del periodo	9,80%	1,53%	0,96%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni;

Note: (1) Titoli quotati sul MTA, sul mercato ristretto e, dal 1999, sul Nuovo Mercato.

5.3 La gestione del risparmio

La gestione del risparmio ha risentito pesantemente del clima congiunturale dell'estate e dei fatti dell'11 settembre; il settore dei fondi comuni ha fatto registrare importanti deficit di raccolta netta e un declino delle masse gestite, anche in conseguenza dell'erosione del valore degli stocks e connessa alla contrazione dei corsi azionari. La reazione dei gestori agli avvenimenti

straordinari dell'11 settembre è stata tuttavia composta, come evidenziato in apposito paragrafo di questa sezione.

5.3.1 La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani

Nei primi nove mesi del 2001 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani è stata negativa per 41.769 miliardi di lire; nell'intero anno precedente la raccolta netta era stata negativa per 12.500 miliardi di lire.

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie (TAB. 5.3), nel periodo in esame la raccolta netta è stata negativa per tutti i comparti, eccettuati i fondi di liquidità: -30.781 miliardi di lire per i fondi azionari (che invece l'anno precedente avevano mostrato nello stesso periodo un saldo attivo per 67.082 miliardi); -26.681 miliardi di lire per i fondi bilanciati (+31.579 miliardi nel periodo corrispondente del 2000); -10.491 miliardi di lire per i fondi obbligazionari (-115.268 miliardi di lire nello stesso periodo dell'anno precedente). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 28.016 miliardi (+2.016 miliardi l'intero anno precedente e -2.529 miliardi nei primi 9 mesi del 2000) mentre per quelli flessibili la raccolta è stata negativa per 1.832 miliardi (+9.124 miliardi di lire l'intero anno precedente e +8.336 miliardi nei primi 9 mesi del 2000).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 5.3) valori negativi pari a -15,7% per i fondi azionari, -26,5% per i fondi bilanciati, -2,9% per i fondi obbligazionari, +37,0% per i fondi di liquidità e -17,2% per i fondi flessibili. A livello complessivo, il drenaggio esercitato dalla raccolta netta negativa sul patrimonio netto gestito a fine 2000 è stato pari a -6,0%.

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

Categorie di fondi	1999	2000	2001	
			I sem.	Gen-set
valori assoluti (in miliardi di lire)				
Azionari	62.162	76.539	-12.655	-30.781
Bilanciati	30.549	33.399	-13.473	-26.681
Obbligazionari	7.023	-133.577	-8.648	-10.491
Liquidità	13.258	2.015	12.287	28.016
Flessibili	5.311	9.124	-1.241	-1.832
Totale	118.302	-12.488	-23.730	-41.769
in % patrimonio fine periodo precedente				
Azionari	52,1	54,5	-6,44	-15,66
Bilanciati	62,1	65,3	-13,36	-26,46
Obbligazionari	-9,8	-51,9	-2,37	-2,88
Liquidità		9,5	16,24	37,03
Flessibili		167,0	-11,65	-17,20
Totale	10,8	-2,6	-3,17	-5,58

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni

Il patrimonio netto complessivo gestito dai fondi comuni di diritto italiano è passato da 877.564 miliardi di lire a fine 2000 a 748.628 miliardi di lire a fine settembre 2001 (-14,7%). 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 del periodo esaminato pari a -34,8% per i fondi azionari, a -28,4% per i fondi bilanciati, a -1,6% per i fondi obbligazionari, a +73,7% per i fondi di liquidità e a -27,8% per i fondi flessibili.

L'andamento dei rendimenti relativi è stato particolarmente sfavorevole alle azioni in rapporto ai titoli obbligazionari, in particolare verso la fine del periodo esaminato, a seguito sia del ribasso dei corsi azionari connesso con il peggioramento delle prospettive reddituali delle società quotate sia dell'andamento favorevole degli indici dei mercati obbligazionari, sostenuti da una politica monetaria progressivamente espansiva, in particolare negli Stati Uniti. Tale congiuntura, unitamente con l'atteggiamento di crescente avversione al rischio da parte degli investitori, contribuisce a spiegare sia la diversa dinamica delle sottoscrizioni lorde sia l'aumento dell'incidenza dei prodotti di tipo obbligazionario o monetario (fondi di liquidità e fondi obbligazionari) sul totale delle attività gestite, del quale si parla di seguito.

Il peso delle diverse categorie di fondi si è così evoluto nel periodo in esame: i fondi obbligazionari rappresentavano a fine settembre 2001 il 48,7% del patrimonio complessivo (42,5% a fine dicembre 2000 e 51,6% a fine 1999); i fondi azionari il 26,3% (34,4% a fine 2000 e 30,9% a fine 1999), i fondi bilanciati il 13,5% (16,1% a fine 2000 e 11,5% a fine 1999). L'incidenza dei fondi di liquidità era pari al 10,1% (5% del patrimonio complessivo a fine 2000, contro il 4,4% a fine 1999) e quella dei fondi flessibili all'1,4% (1,7% a fine 2000 e 1,3% a fine 1999).

La concentrazione del settore, calcolata a livello di gruppo, vede i primi 3 gruppi (rispettivamente IntesaBci con il 19,0%, SanPaolo-Imi con il 18,9% e Unicredito con il 13,5%), detenere a fine settembre 2001 il 51,4% del patrimonio netto complessivo gestito dai fondi italiani (sostanzialmente la stessa quota detenuta a fine 2000 e in sensibile aumento rispetto al 45,3% di fine 1999); i primi 5 (comprendendo quindi anche Arca con il 6,1% e gruppo Banca Roma con il 4,9%) rappresentavano il 62,4% a fine settembre 2001 rispetto al 58,6% di fine 1999 e al 62,5% di fine 2000.

Ancora avvicendamenti si sono osservati nelle posizioni di vertice: calcolando le quote di mercato in base al patrimonio netto gestito, al primo posto si colloca il gruppo IntesaBci (con una quota di mercato complessiva pari al 19,0% a fine settembre 2001 contro il 19,9 a fine dicembre 2000) ha sostituito il gruppo SanPaolo Imi (che è tornato allo stesso livello di 18,9% osservato a fine 1999).

5.3.2 I fatti dell'11 settembre e il comportamento degli intermediari: un sondaggio

In relazione alle vicende che hanno caratterizzato i mercati nei giorni immediatamente successivi all'attacco terroristico negli Stati Uniti, si è ritenuto opportuno effettuare un sondaggio presso un ristretto gruppo di gestori allo scopo di individuarne le reazioni di fronte ad un evento non prevedibile e di così rilevante portata.

Le domande avevano lo scopo di indagare il comportamento dei gestori e della loro clientela, nonché di prefigurare lo scenario atteso con riferimento

all'evoluzione dell'industria del risparmio gestito e alle scelte di investimento del pubblico.

Per quanto riguarda le reazioni immediate agli eventi è stato chiesto in primo luogo se i gestori avessero previsto provvedimenti “straordinari” al manifestarsi di situazioni di profonda crisi del mercato e quali di questi fossero stati effettivamente attuati. A tale proposito, la totalità dei gestori intervistati ha risposto che la prima misura adottata è stata la convocazione di “comitati di gestione” straordinari per analizzare e valutare la situazione e il possibile quadro evolutivo, nonché definire le strategie di aggiustamento dell'asset allocation dei portafogli gestiti. In ogni caso, la maggior parte dei gestori contattati ha affermato di non avere previsto e, quindi, di non aver fatto ricorso ad automatismi nei comportamenti operativi adottati.

Inoltre, nel momento più acuto della crisi non ci sono stati contatti fra gestori al fine di definire strategie operative comuni, o quanto meno scambi di opinioni, circa l'atteggiamento da tenere sul mercato. Solamente un gestore ha risposto di aver proceduto a contatti informali con altri due gestori.

I gestori intervistati hanno altresì affermato di essersi astenuti dall'effettuare interventi sul mercato finalizzati al sostegno delle quotazioni; al proposito, taluni di essi hanno sottolineato che non si ritenevano istituzionalmente deputati a tale compito.

Minore uniformità di comportamento invece emersa con riferimento alle strategie operative adottate in concomitanza degli eventi. Si va, infatti, da gestori (comunque una minoranza) che hanno scelto di procedere ad un rapido e consistente smobilizzo delle posizioni azionarie, a gestori (la maggioranza) che hanno preferito attendere prima di procedere a smobilizzi (che comunque sono avvenuti nei giorni immediatamente successivi) e, infine, ad altri che, pur procedendo a sottopesare la componente azionaria dei portafogli, hanno proceduto a modificarne la composizione a vantaggio dei titoli azionari cosiddetti “difensivi”.

Alla domanda sul comportamento tenuto dalla clientela nella maggioranza dei casi i gestori hanno risposto che, nell'immediato, la clientela si è preoccupata soprattutto di avere informazioni circa il comportamento da tenere e sui rischi potenziali associati alle linee di gestione in essere; nei giorni successivi sono tuttavia cresciute le richieste della clientela di “alleggerire” le posizioni in azioni,

mentre solo una minoranza di clienti ha espresso l'intenzione di smobilizzare del tutto le posizioni in azioni. Un paio di gestori ha altresì riferito di aver ricevuto disposizioni dalla clientela per accrescere la componente più rischiosa dei portafogli al fine di beneficiare del possibile recupero dei prezzi di titoli ritenuti eccessivamente sottovalutati.

Nonostante la forte caduta dei prezzi delle azioni, nessun gestore intervistato ha riferito di averne approfittato per effettuare attività di trading finalizzata a sfruttare a vantaggio della clientela l'evoluzione ribassista del mercato; tale atteggiamento è stato giustificato alla luce della eccessiva rischiosità associata a questa forma di speculazione (non coerente con l'impostazione a medio e lungo termine delle forme di investimento nell'ambito del risparmio gestito) e alla luce della sua difficoltà pratica di attuazione a causa delle limitazioni imposte dalla "leva finanziaria" nelle gestioni.

A proposito delle prospettive per l'industria domestica del risparmio gestito, i gestori hanno risposto con sostanziale uniformità di vedute. Infatti, si prevede una riduzione dei volumi gestiti (anche se ciò non è da porre esclusivamente in relazione ai fatti di settembre dal momento che il rallentamento dei volumi si era già manifestato nel corso dei mesi precedenti); nel breve periodo si attende uno spostamento verso linee di gestione caratterizzate da un minor livello di rischio, mentre nel medio termine si prevede un riassorbimento dei disinvestimenti dal mercato azionario.

Nel complesso, quindi, considerato che le linee di gestione con profilo di rischio più marcato sono anche le più remunerative e tenuto altresì conto che qualche gestore ha manifestato il timore di uno spostamento da forme di investimento collettivo a forme di investimento individuale, è prevedibile nel breve termine una diminuzione della redditività complessiva degli intermediari operanti nell'industria del risparmio gestito.

Alla domanda riguardante i suggerimenti e le forme di investimento che al momento vengono proposte alla clientela, nella quasi totalità i gestori contattati hanno risposto che stanno offrendo linee di gestione a rendimento obiettivo (le cosiddette "total return") o prodotti a capitale garantito, come pure investimenti in strumenti con elevato grado di liquidità in attesa di migliori opportunità di investimento nel medio termine. Va tuttavia osservato che tali forme di investimento erano già state proposte ancora prima del manifestarsi degli eventi

terroristici ed erano la risposta al periodo di ribasso delle quotazioni azionarie per tutto il 2001.

Infine, con riferimento alle opinioni circa gli interventi in grado di ridare fiducia al mercato e ai risparmiatori, per la quasi totalità dei gestori sono necessari sia una tempestiva azione di politica monetaria (con interventi sulla liquidità e sui tassi di interesse), sia interventi di politica fiscale a supporto della ripresa economica (soprattutto quella statunitense) nell'intento di scongiurare possibili scenari di recessione. Taluni gestori ritengono che un forte impatto nel ricreare il clima di fiducia degli operatori è da ricollegare ad una rapida evoluzione della situazione politico-militare in Afghanistan e nel Medio Oriente; in caso contrario, lo stato di incertezza potrebbe perdurare a lungo e la fiducia nel mercato subire un consistente indebolimento.

5.4 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A. ha mostrato nel corso dei primi nove mesi del 2001 un andamento complessivamente riflessivo, con comportamenti differenziati a seconda del segmento di mercato considerato.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 5.4) si è osservata una riduzione del controvalore scambiato, pari nel periodo a 927.000 miliardi di lire, con una media giornaliera pari a 4.878 miliardi di lire (-25,4% rispetto ai 6.451 miliardi in media giornaliera del 2000, ma +27,3% rispetto ai 3.834 miliardi di media giornaliera del 1999). In ulteriore forte declino è risultato il volume di scambi sul mercato ristretto, con scambi complessivi nel periodo pari a 643 miliardi di lire giornalieri e una media giornaliera pari a 3,39 miliardi di lire, in ulteriore arretramento del 61,6% rispetto ai già poco significativi 8,83 miliardi di lire dell'anno precedente. Il Nuovo Mercato, che era stato caratterizzato da un vero e proprio boom di scambi nel 2000, ha mostrato una flessione nel volume dell'attività molto superiore a quella registrata a livello complessivo, con una media giornaliera pari a 130 miliardi di lire contro i 223 miliardi medi dell'anno precedente (-41,7%).

Il coefficiente di *turnover*² - rapporto fra il controvalore degli scambi e la semisomma della capitalizzazione di inizio e fine periodo - per i titoli azionari quotati in borsa è stato nel periodo in esame pari al 95% contro il 113% del 2000 e l'84% del 1999. Il coefficiente di turnover dei titoli quotati sul Nuovo Mercato continua a rimanere superiore alla media di quello osservato sugli altri segmenti del mercato e si attesta al 114%, in sensibile riduzione tuttavia rispetto al livello (pari a 201%) registrato l'anno precedente.

Anche il mercato dei *covered warrant*, che nel 2000 era stato caratterizzato da scambi in forte crescita, ha fatto registrare livelli di scambio più contenuti, con una media giornaliera scesa da 237 miliardi di lire a 166 miliardi di lire.

Gli scambi di strumenti a reddito fisso (obbligazioni e titoli di Stato) trattati sul Mot hanno mostrato nel periodo in esame una tendenza alla riduzione: gli scambi di obbligazioni sono stati pari a 15.269 miliardi di lire, con una flessione sulla media giornaliera pari al 13,5% (la media giornaliera è infatti passata da 92,9 miliardi di lire a 80,4 miliardi di lire); gli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 179.275 miliardi di lire, hanno registrato una flessione del 12,7% (la media giornaliera è infatti passata da 1.081 miliardi di lire nel 2000 a 944 miliardi di lire nei primi 9 mesi del 2001).

² Il dato è stato annualizzato.

TAB. 5.4 - Scambi sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA (valori in miliardi di lire)

Strumento	1999	2000	2001 gen-set
Azioni italiane borsa	967.428	1.577.547	901.397
Azioni italiane m. ristretto	1.754	2.242	643
Azioni italiane NM	6.833	56.733	24.749
Totale azioni	978.014	1.638.522	926.789
Warrant	5.997	5.288	1.717
Covered warrant	27.509	60.177	31.511
Obbl.convertibili	2.101	2.209	1.789
Diritti	937	686	494
Obbligazioni	26.841	23.880	15.269
Tit. Stato (Mot)	294.404	274.730	179.275
Tit. Stato (Mts)	4.668.858	3.819.776	
<u>Strumenti derivati</u>			
<u>Fib30</u>			
num.contratti	5.094.312	4.259.350	3.430.577
val.scambi	1.753.953	1.906.049	1.240.894
<u>Mini-Fib</u>			
num.contratti		358.439	914.746
val.scambi		32.502	66.143
<u>Midex</u>			
num.contratti	5.144	2.044	541
val.scambi	684	341	72
<u>Mibo30</u>			
num.contratti	2.236.241	2.842.081	2.038.002
val.scambi	511.526	625.737	374.122
<u>Isoalfa</u>			
num.contratti	1.947.931	5.871.013	6.741.498
val.scambi	54.487	115.074	92.239

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

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari, nel periodo in esame, a 1.241.000 miliardi di lire, con media giornaliera pari a 6.531 miliardi, contro i 7.504 miliardi del 2000 (-13%); sul contratto mini-Fib il controvalore degli scambi è stato pari complessivamente a 66.143 miliardi di lire, con una media giornaliera pari a 348 miliardi di lire (+35,9% rispetto alla media giornaliera di 256 miliardi di lire del 2000). In concomitanza con il forte aumento della volatilità registratosi nel mese di settembre, il mini-Fib ha registrato il massimo storico degli scambi, con 148.353 contratti standard. Assolutamente irrilevante invece la performance di scambi del contratto Midex, sul quale nel

periodo sono stati fatti solo 541 contratti per un controvalore complessivo scambiato pari a 72 miliardi di lire.

Le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare una flessione (-20%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata da 2.464 miliardi di lire nel 2000 a 1.969 miliardi (sostanzialmente in linea con i 2.014 miliardi di lire medi giornalieri scambiati nel 1999). In controtendenza si è rilevato il livello di attività sul segmento dei contratti di opzione su singoli titoli (contratti Isoalfa); il controvalore scambiato è passato da una media giornaliera di 453,28 miliardi di lire nel 2000 a 485,47 miliardi di lire (+7,1%) nel periodo.

5.4.1 L'andamento della volatilità del mercato

Il periodo successivo all'attentato dell'11 settembre è stato caratterizzato da forti e ripetuti ribassi dei corsi azionari e da un significativo aumento della loro volatilità.

Per quanto riguarda il primo aspetto, tra tale data e la fine del mese di settembre, si sono avuti, sia con riferimento all'indice Mib30 sia con riferimento all'indice Mibtel (TAB. 5.5), 4 dei peggiori ribassi e il maggiore rialzo dall'inizio del 1994 (data di creazione degli indici). Alla data odierna (26 ottobre 2000) la borsa italiana ha sostanzialmente recuperato i livelli “pre-crisi”: l'indice Mib30 è pari a 31.848 punti contro i 35.564 punti del 10 settembre 2001; l'indice Mibtel, che aveva chiuso il 10 settembre 2001 a quota 22.459 punti, il 26 ottobre ha chiuso a 22.370 punti.

**TAB. 5.5 – Variazioni estreme degli indici
Mibtel e Mib30 – periodo 3.1.94-28.9.01**
(in corsivo le variazioni successive all'11.9.2001)

(in corsivo le variazioni successive all'11.9.2001)

Mibtel		Mib30	
variazioni positive estreme			
data	%	data	%
24 settembre 2001	7,07	24 settembre 2001	8,08
12 ottobre 1998	6,66	12 ottobre 1998	7,22
4 gennaio 1999	5,92	4 gennaio 1999	6,44
22 aprile 1996	4,93	22 aprile 1996	5,68
29 ottobre 1997	4,88	6 ottobre 1998	5,47
28 aprile 1998	4,81	16 gennaio 1995	5,25
6 ottobre 1998	4,54	14 settembre 1998	5,12
16 gennaio 1995	4,51	29 ottobre 1997	5,04
14 settembre 1998	4,47	28 aprile 1998	4,88
4 maggio 1998	4,38	14 ottobre 1998	4,84
variazioni negative estreme			
11 settembre 2001	-7,42	11 settembre 2001	-7,79
27 aprile 1998	-6,42	14 settembre 2001	-6,68
14 settembre 2001	-6,35	28 ottobre 1997	-6,22
28 ottobre 1997	-6,03	27 aprile 1998	-5,98
10 settembre 1998	-5,29	17 settembre 1998	-5,96
17 settembre 1998	-5,21	21 settembre 1998	-5,75
21 settembre 2001	-4,97	10 settembre 1998	-5,51
21 settembre 1998	-4,77	20 settembre 2001	-4,93
1 ottobre 1998	-4,69	21 settembre 2001	-4,76
20 settembre 2001	-4,43	1 ottobre 1998	-4,71

Fonte: Borsa Italiana – RAM.

Per quanto riguarda l'andamento della volatilità, la deviazione standard (annualizzata) delle variazioni logaritmiche giornaliere dell'indice Mib30, calcolata sul medesimo periodo (FIG. 5.1), evidenzia una letterale esplosione della volatilità nel mese di settembre 2001, in concomitanza con il rapido declino dei corsi; l'unico periodo precedente caratterizzato da analoghi livelli di volatilità, nell'arco di tempo considerato, risale all'autunno 1998, in coincidenza con un altro periodo di pronunciato ribasso delle quotazioni azionarie (crisi russa e dell'hedge fund LTCM).

FIG. 5.1 – Volatilità e andamento dell'indice Mib30
(4 gennaio 1994-28 settembre 2001)

